



**Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales**

**Trabajo de Fin de Grado**

**Grado en ADE**

**Valoración de Empresas no Cotizadas:**

**LACER S.A.**

**David Aristu Núñez**

**Director**

**Elena Ferrer**

**Pamplona Iruña**

**09/06/2014**

## RESUMEN:

En el presente estudio, se pretende realizar la valoración de una empresa no cotizada en bolsa a través del análisis de sus flujos de caja actualizados, tomando como referencia, cada uno de sus estados financieros y datos procedentes de la plataforma SABI.

Para ello, se seguirán una serie de pasos que proporcionen una imagen fiable y aproximada del devenir de la empresa ubicada en un sector complicado marcado por la creciente competencia en I+D y las grandes políticas destructivas tomadas desde el gobierno.

El estudio comenzara con un análisis de los datos globales, tanto Balance de Situación (2007-2012), su Cuenta de Pérdidas y Ganancias (2007-2012) además de los ratios globales de la empresa.

Más adelante esta empresa será analizada en profundidad, desglosando cada cuenta, utilizando un criterio de progresión y computando una proyección futura de los datos de la empresa.

A continuación, el siguiente paso será estimar un WACC, un Valor Residual, que añadidos a la propia estimación de los flujos de caja, se podrá obtener una valoración estimada aproximada de la empresa para el futuro.

Finalmente se elaborara una serie de conclusiones que relacionen todos estos datos con los ratios, las estimaciones, y el sector en general.

PALABRAS CLAVE:

- PyG: Cuenta de Pérdidas y Ganancias
- Free Chash Flow: Flujo de Caja Libre
- ROE: Return on Equity, Rentabilidad Financiera
- ROA: Return on Assets, Rentabilidad Económica
- Profit Margin: Margen de Beneficio
- Net Assets Turnover: Rotación de Activos neta
- Interest Cover: Cobertura de Intereses
- Stock Turnover: Rotación de Stock
- Collection Period: Periodo de cobro
- Solvency Ratio: Ratio de Solvencia
- Liquidity Ratio: Ratio de Liquidez
- Shareholders Liquidity Ratio: Ratio de liquidez
- Gearing Ratio: Apalancamiento
- Profit per employee: Beneficio por empleado
- NOF: Necesidades Operativas de Fondos.

## INDICE DEL TFG

<b>1. INTRODUCCION.....</b>	<b>6</b>
1.1 Descripción del trabajo a realizar.	
1.2 Marco conceptual de la Valoración de empresas.	
1.3 Justificación del método de los flujos de caja.	
<b>2. MODELO DE NEGOCIO.....</b>	<b>7</b>
2.1 Análisis del Sector farmacéutico	
2.2 Análisis de la estrategia competitiva de la empresa oportunidades y amenazas. Análisis DAFO.	
2.3 Contextualización de la empresa.	
2.4 Posición relativa en el sector.	
<b>3. PLAN DE NEGOCIO.....</b>	<b>15</b>
3.1 Datos Generales	
3.2 Paquete accionariado	
3.3 Gestión de Recursos Humanos	
3.4 Análisis Global de las cuentas.	
3.5 Análisis Global de los Ratios.	
3.6 Análisis de la Deuda.	
<b>4. PROYECCION, ANALISIS, Y ESTIMACIONES.....</b>	<b>32</b>
4.1 Proyección (explicación de la proyección realizada a cada una de las partidas)	
4.2 Calculo del CAPM. WACC.	
4.3 Valor residual	
4.4 Calculo de los flujos de caja libres.	
• <i>La estimación de flujos de caja libres (esquema A.1 de DFI). Se cogerán datos           de balance y PyG, hacer supuestos y proyectar las magnitudes necesarias para           estimar unos 5 años de Flujos de Caja Libres.</i>	
• <i>Cálculo del valor residual, ver qué alternativas tienes (Gordon o múltiplo de           EBITDA), justificar la elección.</i>	
• <i>Cálculo de la tasa de actualización para descontar los flujos de caja libres.           Estimaremos tanto el coste de recursos propios como ajenos de la empresa para           calcular el coste medio ponderado de capital. Para el cálculo del coste de recursos           propios, al ser una empresa no cotizada, se necesitara estimar la beta de una</i>	

*empresa/sector que se le parezca, desapalancarla y luego volver a apalancarla con el riesgo financiero de la no cotizada.*

<b>5. SENSIBILIDAD.....</b>	<b>60</b>
<b>5.1     Análisis de Sensibilidad</b>	
<b>5.2     Valor de Liquidación</b>	
<b>6. CONCLUSIONES E INTERPRETACION DE RESULTADOS...</b>	<b>63</b>
<b>7. BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>64</b>

## **1. INTRODUCCION**

**Descripción del trabajo a realizar. Marco conceptual de la Valoración de Empresas.**

**Justificación de la elección del método de descuento de los flujos de caja libres.**

Warren Buffet dijo una vez: “el precio es lo que pagas; el valor es lo que recibes”. El sentido de esta frase es recoger en la medida de lo posible, una visión particular sobre uno de los muchos métodos de valoración de empresas que existen actualmente.

Una valoración de empresas corresponde a la determinación de un valor de una empresa, bajo el respaldo técnico y objetivo de un modelo coherente y racional de los datos procedentes de la misma, en un momento dado.

Este proceso es fundamental a la hora de planificaciones estratégicas en el seno de la empresa, útil en el análisis de inversiones, ante una posible salida a Bolsa de una empresa, o apropiado para medir el impacto de las políticas llevadas a cabo por la empresa.

Pero además de esto, y lo que acontece en este trabajo, el método de valoración de empresas sirve para proyectar el equivalente de un valor actual para establecer así medidas correctoras u objetivos de equilibrio a corto y largo plazo.

Hoy en día, se trata de un asunto en constante evolución y estudio, debido a la importancia imperante de las empresas, en conocer de manera cuantificable sus decisiones, y prever un futuro que es, cuanto menos, incierto.

Con este fin, se puede encontrar la razón de este ensayo, el cual intenta recopilar, el uso de un método de valoración sobre los datos de una empresa real como Lacer S.A. para posteriormente establecer un análisis crítico de la situación, establecer objetivos o medidas correctoras, o incluso hacer una pequeña predicción ventajista del futuro incierto en el que se engloba cualquier empresa.

## **2. CONTENIDOS DEL MODELO DE NEGOCIO**

La aportación al bienestar social de un país por parte de la industria farmacéutica, es indudable. Tiene como propósito, mejorar la calidad de vida de los ciudadanos, y en consecuencia, mejorar la productividad del trabajo (evitaría o acortaría bajas laborales) además de reducir costes públicos sanitarios.

Si resaltamos algunos **puntos importantes** del sector, se podría decir que la industria farmacéutica tiene una contribución al PIB de entre el 1.3 al 3% del valor industrial nacional, y constituye el cuarto sector más exportador del país. Crea cerca de 150.000 empleos entre directos e indirectos, y el impacto de la crisis económica ha obligado a reorientar muchas de las estrategias empresariales.

**Como añadido**, la imagen que se tiene sobre esta industria entre el grueso de la población, es de lo más dispersa, donde la gente reconoce su labor de investigación y los beneficios a la salud de la sociedad, su orientación mercantilista en la investigación y su presión como lobby (grupo con capacidad de influencia) cercano al poder, pero le reprocha sus elevados beneficios mantenido incluso en una situación de crisis.

### **2.1 Análisis del sector**

A pesar de que el sector continúa exhibiendo tasas de crecimiento positivas –la variación interanual en el año 2011 del valor añadido bruto en términos de volumen se situó en el 3,6 por 100 - la pérdida de dinamismo de la actividad, desde el estallido de la crisis, es más que evidente, tal y como se desprende de la reducción de la tasa media de crecimiento anual.

La destrucción del tejido productivo y por extensión, del empleo han sido factores preponderantes en el ámbito de la economía española en los últimos años. Pese a la resistencia que ha mostrado este sector de actividad ante la adversa coyuntura económica y ante determinados cambios en el marco regulatorio, llegando incluso a registrar en el año 2010 datos positivos sobre creación de empresas y empleo, las diversas dificultades a las que ha de hacer frente se han materializado definitivamente en la destrucción de más de 1.900 puestos de trabajo, más de la mitad concentrados en el subsector de las especialidades farmacéuticas.

El significativo descenso de la cifra de negocio, con una caída del 3,9% en relación al ejercicio anterior frente al crecimiento del 10,4% experimentado por la industria en su conjunto. El descenso de las ventas netas de productos de especialidades farmacéuticas,

que representaron en el año 2011 el 73% de las ventas totales de la industria farmacéutica, junto con la caída de las ventas netas de mercaderías en más de un 25% son los factores fundamentales que determinan el declive de la cifra de negocio.

Una de las propiedades de la demanda de medicamentos es que esta resulta menos sensible a los cambios en los precios (que son los que reflejan el coste del mismo) que otro tipo de bienes, ya que la mayoría de los consumos vienen por prescripción médica y además, existen pocos sustitutivos. De todas maneras, la demanda de recetas con cargo al sistema sanitario ha descendido un 6,2%. Las reiteradas modificaciones regulatorias introducidas con el objetivo de reducir el gasto y, con ello, el déficit público están, del mismo modo, haciendo mella en los márgenes de las empresas del sector.

La introducción de nuevos mecanismos de racionalidad en el uso de los medicamentos fue aprobada por el RDL 16/2012 de 20 de abril en el que se contemplaban, entre otras modificaciones, un nuevo sistema de aportaciones del usuario en función del nivel de renta y la retirada de la financiación pública a una serie de medicamentos (461 según apunta Farmaindustria) desde septiembre del año anterior. El encarecimiento del precio de los medicamentos que esto supone para el consumidor contribuirá, de nuevo, a una reducción de la demanda de medicamentos.

El 64,3% de las empresas que operaban en la industria farmacéutica eran innovadoras, frente al 27,4% de las empresas de toda la industria o el 16,6% del total nacional. La actividad innovadora era, del mismo modo, más intensa en la industria farmacéutica que en la industria en su conjunto y que en la totalidad de empresas, representando el gasto en actividades innovadoras el 5,1% de la cifra de negocio.

En 1995 las exportaciones realizadas por la industria farmacéutica representaban algo más del 1,6% de las exportaciones de la industria manufacturera y el 1,45% de las exportaciones totales, en el año 2012 estos porcentajes pasaron a representar el 5,21% y 4,53% respectivamente. Las importaciones de productos farmacéuticos han seguido una tendencia creciente, similar a la de las exportaciones, aunque el crecimiento ha sido algo más moderado.

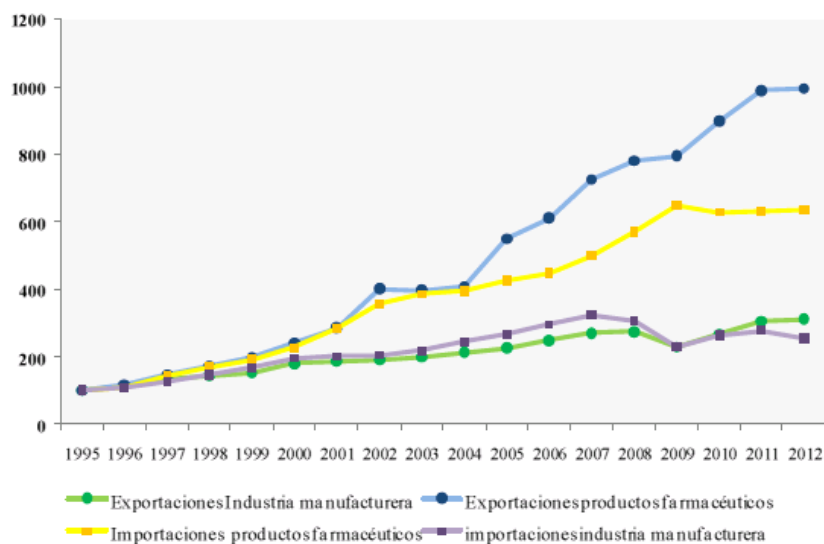
Las compras de productos farmacéuticos tienen su origen en Estados Unidos y en algunos países emergentes que progresivamente, van abriéndose paso en el mercado. Así las importaciones procedentes de China crecieron



En este sentido, la industria farmacéutica en España y en Europa está sometida a una creciente presión competitiva, no sólo por parte de Estados Unidos sino de los países emergentes como China, India, Brasil y Rusia.

Grafico 1: Evolución de las exportaciones y de las importaciones.

Gráfico 10. Evolución de las exportaciones y de las importaciones de la industria manufacturera y de la fabricación de productos farmacéuticos. Número Índice (base=1995)



Fuente: elaboración propia a partir de las estadísticas de comercio exterior (Datacomex) del Ministerio de Economía y Competitividad de España.

Fuente: Estudio de las dificultades de la industria farmacéutica en España (Juan E. Iranzo Martin & Novartis.

## 2.2 Análisis DAFO del sector farmacéutico

Como hemos visto, el sector farmacéutico no pasa por su mejor momento. No obstante, un desglose de sus puntos clave, puede ser idóneo para su mejor comprensión:

- Si hablamos de las **fuerzas** que posee el sector, podemos apreciar cómo es su **capacidad innovadora** la que impera en el sector, impulsando la evolución de manera continua gracias a su inversión en I+D+i. Otro de los factores a tener en cuenta es su presente **demanda inelástica** de la mayoría de sus productos, lo que hace que la crisis existente afecte a este sector en una menor medida. El **creciente grado de cualificación de los trabajadores** que acceden al sector. Y por último, cabe destacar la **calidad y diversidad** ofrecida; donde la demanda de productos de calidad es cada vez mayor.

- **Oportunidades.** El propio sector ofrece posibilidades como la **internacionalización**, sobre la cual se puede comercializar productos nacionales en el extranjero; el desarrollo de nuevas tecnologías, promueve nuevas formas de producción y comercialización; y las nuevas tendencias (hacia la biotecnología o la nanotecnología) a su vez que el desarrollo de los sistemas de calidad, tanto y como las normativas de seguridad y medioambientales son una oportunidad para el desarrollo del sector.
- Las principales **debilidades** a las que se enfrenta la industria es la continua transformación de la estructura de la competencia (factores verticales, espaciales, de entorno y de estrategia empresarial – Concentración/relación de poder fabricante vs. Distribuidor/ Equipamiento comercial/Diferenciación...), y en donde el dominio de las grandes empresas, hace de la supervivencia de las pequeñas y medianas, una tarea compleja. El incremento de la competitividad, o el riesgo que entraña la propia actividad de la empresa, donde las inversiones en I+D son punto necesario para la supervivencia en el día a día del sector.

El I+D constituye una de las ocupaciones más importantes de este sector, dada la necesidad de conseguir fármacos innovadores que satisfagan las nuevas necesidades de los pacientes. En este sentido, los costes de I+D representa el factor principal que dificulta la inversión empresarial, y la actual carencia de fondos para su financiación tanto externa como interna (entidades públicas).

- No obstante, las mayores **amenazas** a las que se enfrenta la industria, proceden del ámbito político. Este sector se ha visto muy amenazado por las decisiones políticas llevadas a cabo por el gobierno, con el único objetivo de conseguir corregir los desequilibrios que padece la economía del país. En el caso de la industria farmacéutica, ha visto como su gasto ha ido disminuyendo hasta el punto de que ciertas empresas se han visto incapaces para hacer frente a sus obligaciones de pago. Todo ello sumado a la presión a la baja que experimentan los precios de ciertos medicamentos que no hacen más, que si no complicar la propia existencia del tejido empresarial, ya que compromete su empleo, la competitividad y su propia viabilidad.

Otra de las mayores amenazas que sufre el sector es la gran competencia a nivel nacional e internacional, donde países con mayor envergadura tecnológica copan el mercado. Llega a ser necesario una modernización en general de las instalaciones, la realización de grandes inversiones en maquinaria, y conseguir productos que les diferencien del resto del mercado, con el único objetivo de sobrevivir y afrontar nuevos retos.

### **2.3 Contextualización de la empresa:**

*Estrategia competitiva:* Diferenciación.

La estrategia de diferenciación consiste en aquella estrategia que pone todo su énfasis en la consecución de alguna diferencia en cualquier aspecto importante y deseado por el comprador. Si la empresa en cuestión es capaz de ofrecer algún producto o servicio que sea verdaderamente valorado por los posibles clientes, la empresa se podrá diferenciar de sus competidores.

La diferenciación también tendrá el efecto de conseguir una mayor fidelización de los clientes.

Esta diferenciación la consigue a través de la calidad. Calidad en el más amplio concepto, que incluye el producto y el servicio. Las importantes inversiones anuales en equipos y tecnología de control, junto con un amplio programa de formación interna y auditorías (propias de Lacer y externas) son una gran muestra de ello. Los estándares de calidad de la planta han sido aprobados por las autoridades sanitarias españolas (a nivel europeo), israelíes y japonesas.

Lacer dispone de una moderna planta de producción industrial en la que se están fabricando más de 25 millones de unidades de venta, tanto para el mercado nacional como para la exportación a distintos países de Europa, Asia y América.

El Área Industrial engloba las actividades de Control de Calidad, Garantía de Calidad, Ingeniería, Logística, Medio Ambiente y Producción, formando todas ellas un equipo de más de 140 personas altamente cualificadas entre técnicos, responsables y operarios.

Disponen de una planta construida bajo las estrictas normas europeas GMP y equipada con tecnología punta de alta capacidad en los ámbitos farmacéutico y cosmético.

Todo ello, sumado a su privilegiada situación en el Parc Tecnològic del Vallès, les permite ofrecer a sus clientes unos niveles de calidad y rigor muy por encima de la media del sector, manteniendo un riguroso control sobre unos competitivos costes industriales.

Como barreras de entrada al sector se haya los altos costes necesarios para invertir, el encarecimiento del suelo industrial y la falta de apoyos en general, que hacen difícil la implantación y el desarrollo de la industria farmacéutica.

*Posición relativa de la empresa tecnológicamente:* Un estudio reciente realizado en el sector sitúa la planta productiva de Lacer como la más competitiva del Estado en la producción de formas líquidas y semisólidas. Lacer dispone de instalaciones modernas con una capacidad para fabricar más de 90 millones de unidades de venta al año en sus distintos tipos de presentaciones:

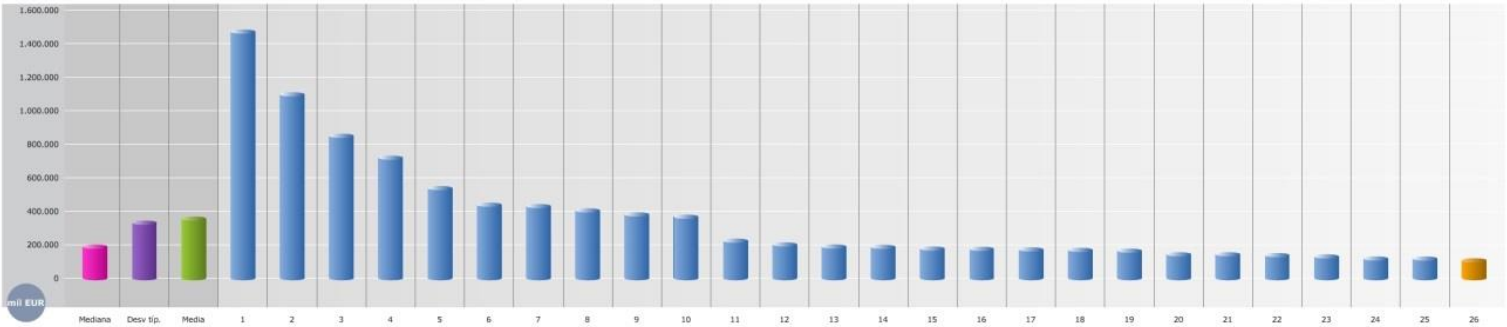
- Comprimidos
- Cápsulas
- Grageas
- Líquidos orales
- Líquidos tópicos
- Pastas
- Pomadas

Asimismo, cuentan con una zona de ampliación de las actividades industriales que les permitirá cubrir las demandas de crecimiento que la empresa tiene previstas. La producción para terceros se está imponiendo como una de las líneas de mayor crecimiento en cuanto a la ocupación de dichas capacidades.

## **2.4 Posición relativa dentro del sector**

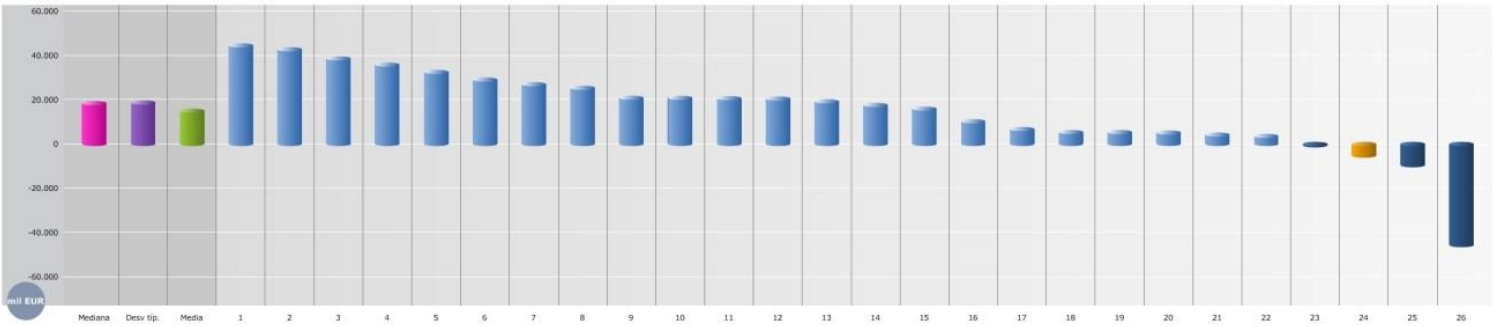
En estos gráficos, queda reflejada la situación de la empresa Lacer con respecto a las 25 top empresas del mismo sector en el que opera, además de calcular su media (verde), su desviación típica (morado) y la mediana (rosa) de cada uno de los aspectos empresariales analizados. En naranja, resaltado hace referencia al valor de Lacer.

Grafico 2: Ingresos de explotación



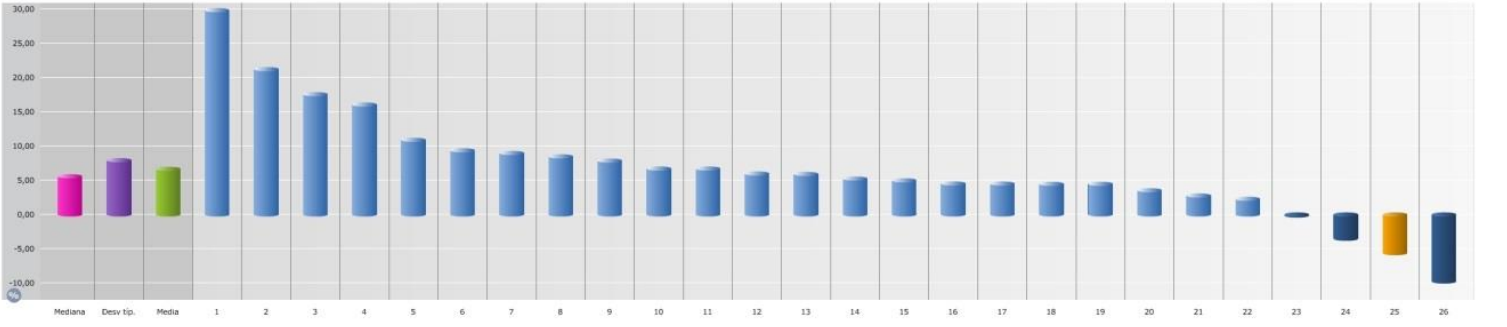
Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos del SABI.

Grafico 3: Resultado antes de impuestos



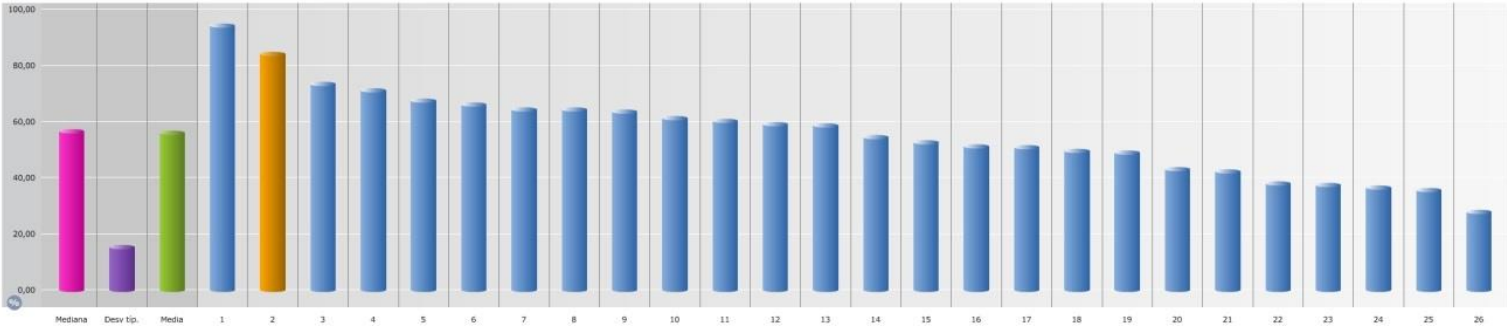
Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos del SABI.

Grafico 4: Rentabilidad económica



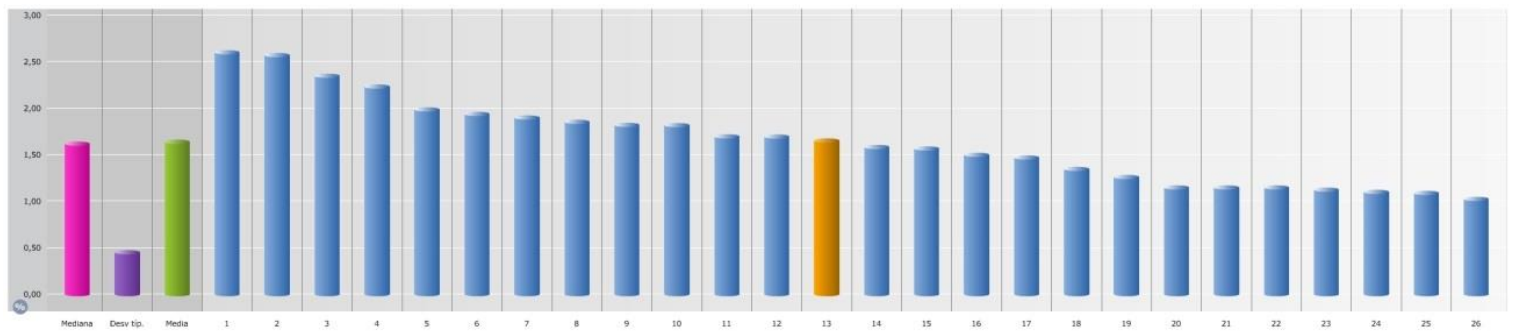
Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos del SABI

Grafico 5: Porcentaje de endeudamiento



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos del SABI

Grafico 6: Liquidez



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos del SABI.

Como se puede apreciar, Lacer se ubica muy lejos de las top 10 empresas del sector, reflejando en cada caso, que a su vez se haya muy alejada de la media del sector; por lo que es posible concluir que si quiere ser una líder, debe crecer y mejorar los resultados comparativos en estos aspectos.

En cuanto al apartado principal de ingresos y de rentabilidad económica, está muy por debajo de las empresas referencia, mientras que a su vez en aspectos más meramente negativos para una empresa como lo puede ser el endeudamiento de la empresa, Lacer estaría a la cabeza. Obviamente aspectos a corregir, y cuyos impactos se verán analizados más adelante a la hora de proyectar sus flujos de caja con objeto de valorar esta empresa.

### **3. PLAN DE NEGOCIO:**

En este apartado se pretende hacer un diagnóstico y un análisis financiero de la situación actual de la empresa Lacer (compañía española especializada en el cuidado de la salud humana, y dedicada a la fabricación de todo tipo de especialidades farmacéuticas) con el objetivo de establecer o identificar puntos fuertes y débiles de la compañía, para que en una posterior evaluación de los mismos se pueda establecer un plan de acción gracias a una serie de medidas que tengan como fin, el mejorar su competitividad en el mercado.

#### **3.1 Datos Generales.**

Lacer es una empresa constituida el 13/01/1953 en Barcelona, Barcelona. Su actividad CNAE es Fabricación de especialidades farmacéuticas. Lacer es una empresa dedicada a la Elaboración de Productos Químicos y Farmacéuticos, de Especialistas Farmacéuticas de Productos y Preparados Cosméticos de Parafarmacia y Demofarmacia, veterinarios, de Alimentación y Dietética... Además de dedicarse a la tenencia e inversión de Activos Financieros y de Cualquier Otro Tipo. Obligaciones, Acciones, Participaciones de Otras Compañías, así como la Compra, Venta, Arrendamiento y Gravamen en Cualquiera de Sus Formas, Etc. Las Actividades de Investigación y Desarrollo (I+D) de tamaño grande.

El recorte de las administraciones públicas españolas a la partida de gasto farmacéutico registrado el año pasado se tradujo en una caída del 10% en los ingresos de los principales laboratorios catalanes por la venta de medicamentos con receta –los que cuentan con cobertura pública–.

Los laboratorios con la cartera de productos más antigua, como Uriach, Lacer y Salvat, se resintieron especialmente el año pasado por la rebaja de precios impuesta por el Gobierno. Para paliar esta caída, las farmacéuticas de menor tamaño se están centrando en el impulso a los medicamentos sin receta y publicitarios, que son financiados directamente por los consumidores. Entre los superventas de Lacer se encuentran Thrombocid y Talquistina.

#### **3.2 Paquete accionariado.**

Se trata de una empresa participada (sociedad en la que más del 20% y menos del 50% de su Capital pertenece a otra Sociedad o grupo de empresas) cuya matriz global es Helmut Andress.

Tabla 1: Participaciones de la matriz de Lacer (Señor Helmut Address)

Helmut Address (España)				
Nombre de la empresa	País	Titulo original de la funcion	Tipo	Fuente
<b>FARMA INDUSTRIA ASOCIACION NACIONAL EMPRESARIAL DE LA INDUSTRIA FARMACEUTICA</b>	ES	Consejero (desde 17/03/2004)	MBC	IN
<b>NORELDA S.L.</b>	ES	Administrador Unico (desde 10/01/2000)	MBC.SMM	IN
<b>DANOREL S.L.</b>	ES	Shareholder (Ultimate Owner)	SMM	IN
<b>LACER S.A.</b>	ES	Shareholder (Ultimate Owner)	SMM	VD
<b>INMOBILIARIA COMERCIAL CERDEÑA S.A.</b>	ES	Shareholder (Ultimate Owner)	SMM	VD
<b>EFARMES S.A.</b>	ES	Shareholder (Ultimate Owner)	SMM	VD

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos del SABI.

Y es a través de la empresa Norelda (75%) con la que lleva a cabo la participación en Lacer.

El 25% restante, se establece a una empresa suiza.

Tabla 2: Estructura de la propiedad de Lacer.

Accionistas actuales										Opciones
Filtro actual: Sin filtrar [Modificar]										
Las empresas subrayadas y presentadas en azul y en negrita están disponibles en <a href="#">SABI</a>										
Las empresas subrayadas y que aparecen en negrita están disponibles en otras <a href="#">Bases de datos BvD</a> .										
Nombre del accionista	País	Tipo	Accionistas		Fuente		Fecha de la info.	Variación	Información empresa	
			Directo (%)	Total (%)	Fuente				Ingreso Operacional (mln EUR)*	Empleados
1. <b><u>NORELDA SL</u></b>	ES	C	75,00	n.d.	IN	02/2014	→		108	458
2. <b><u>SUNDIONA AG</u></b>	CH	F	25,00	n.d.	IN	02/2014	→		n.d.	4

\* = For an insurance company the corresponding value is the Gross Premium Written and for a bank it is the Operating Income (memo)

Fuente: Base de Datos SABI.

### 3.3 Gestión de Recursos Humanos

Tabla 3: Distribución de empleados.

Distribución empleados												
	2012			2011			2010			2009		
	Empleados medios	Mujeres	Hombres	Empleados medios	Mujeres	Hombres	Empleados medios	Mujeres	Hombres	Empleados medios	Mujeres	Hombres
Distribución		208	196		244	251		246	257		256	282

Fuente: Base de Datos SABI.



Esta es la distribución de la mano de obra de la empresa, la cual es apreciable como se reduce poco a poco con el paso de los años pasando de tener 538 empleados en 2009, con una distribución porcentual más o menos equitativa de hombres que de mujeres, a verse en 2012 con un claro descenso en ambos subgéneros, pero teniendo en especial consideración, el grupo de mujeres. Ha sufrido un descenso del 30% en el número de mujeres empleadas frente a un 18% en el subgénero de los hombres tomando como referencia el año 2009. En media, se podría decir, que el número de empleados se ha visto reducido en un 24% en estos 4 años de actividad.

Tabla 4: Variación de gastos de personal.

Tasa de variación							Opciones
Cuentas No Consolidadas Pinchar aquí para cuentas consolidadas							Columnas
	31/12/2012 EUR	31/12/2011 EUR	31/12/2010 EUR	31/12/2009 EUR	31/12/2008 EUR	31/12/2007 EUR	31/12/2006 EUR
	12 meses Aprobado Normal PGC 2007	12 meses Aprobado Normal PGC 2007	12 meses Aprobado Normal PGC 2007	12 meses Aprobado Normal PGC 2007	12 meses Aprobado Normal PGC 2007	12 meses Aprobado Normal PGC 2007	12 meses Aprobado Normal PGC 2007
Importe neto Cifra de Ventas	-6,01	-18,14	1,49	5,66	1,48	-5,73	3,49
Resultados antes de impuestos	n.s.	-94,91	70,46	-18,42	-11,36	-17,94	90,63
Consumos de explotación	-14,39	-13,30	3,53	7,38	3,73	-6,55	4,21
Gastos de personal	9,00	-7,93	8,27	8,60	-0,86	-2,12	8,78
Inmovilizado	-7,67	10,59	-5,69	26,57	-23,86	12,32	3,90
Total activo	-5,08	-3,16	10,99	5,37	-4,36	3,96	-0,08
Fondos propios	-19,02	12,76	-70,13	14,51	31,20	9,84	11,01
Acreedores a largo plazo	-25,26	4,64	580,48	-3,55	-0,04	11,14	-37,81
Fondo maniobra	-10,04	-13,34	18,04	17,72	25,75	-11,51	-0,78
Necesidad fondo maniobra	-0,68	-0,05	0,25	0,68	-0,23	0,07	-0,12
Tesorería	95,13	-50,95	246,57	-75,71	n.s.	-60,60	-38,02

Fuente: Base de Datos SABI

Mientras, como se ve en la partida Gastos de personal, la tasa de variación de los gastos en personal es positiva lo que implica que el gasto ha crecido un 9% en el último año. Tras haberse visto reducida en un 7% el año anterior. No obstante como refleja más adelante el formato global del gasto en personal, este se sitúa alrededor de 32 millones todos los años, por lo que se tratan de variaciones mínimas anuales.

Con lo cual, se puede concluir que la reducción de empleados en la empresa no conlleva una reducción en los gastos de personal; es más en la tabla queda recogido como la mayor reducción producida en el año 2012, ha provocado un aumento de los costes de personal. Como ya se ha dicho, sin duda algo a tener en cuenta.

### 3.4 Análisis de la actividad de la empresa a lo largo de estos últimos 5 años (2012-2007)

Tabla 5: Balance de Situación (Activos) de Lacer - Formato Global (2012-2007).

Cuentas No Consolidadas Pinchar aquí para cuentas consolidadas	31/12/2012 EUR	31/12/2011 EUR	31/12/2010 EUR	31/12/2009 EUR	31/12/2008 EUR	31/12/2007 EUR
	12 meses Aprobado	12 meses Aprobado	12 meses Aprobado	12 meses Aprobado	12 meses Aprobado	12 meses Aprobado
	Normal PGC 2007	Normal PGC 2007	Normal PGC 2007	Normal PGC 2007	Normal PGC 2007	Normal PGC 2007
<b>Balance de situación</b>						
Inmovilizado	38.048.798	41.211.801	37.265.837	39.512.269	31.216.838	40.997.034
Inmovilizado inmaterial	3.986.594	4.443.532	4.674.719	5.303.307	6.539.811	7.748.394
Inmovilizado material	18.007.225	20.225.978	20.820.317	21.930.580	22.525.726	23.263.835
Otros activos fijos	16.054.979	16.542.291	11.770.801	12.278.381	2.151.301	9.984.805
Activo circulante	55.779.670	57.639.925	64.813.029	52.455.942	56.061.546	50.256.355
Existencias	15.079.405	16.638.105	17.823.440	16.700.667	14.811.297	18.227.373
Deudores	26.603.126	28.841.564	37.563.068	32.886.681	28.058.528	30.703.137
Otros activos líquidos	14.097.140	12.160.256	9.426.521	2.868.594	13.191.721	1.325.846
Tesorería	8.184.919	4.194.675	8.552.669	2.467.797	10.158.290	681.889
Total activo	93.828.468	98.851.726	102.078.866	91.968.211	87.278.384	91.253.390

Fuente: Base de Datos SABI

En cuanto al conjunto del Activo, se puede apreciar como no hay grandes variaciones en él a lo largo del tiempo. El Total del Activo se sitúa todos los años en torno a 90 y 100 millones. En cambio ciertas partidas del mismo sí que notan esta variación.

Dentro del Inmovilizado destaca el Inmovilizado Inmaterial. Se puede apreciar una ligera tendencia decreciente, reduciéndose a la mitad dicha partida. Conforme pasan los años va disminuyendo paulatinamente, pasando de los cercanos 8 millones en 2007 a los casi 4 millones en 2012. Esto es debido principalmente a la clara reducción en la concesión y firma de patentes, licencias, marcas o similares. Se podría intuir que esto ha sido debido en mayor medida al estallido de la crisis y la reducción del presupuesto destinado a la I+D, con lo que el resultado de las mismas se ha visto mermado.

Los Otros activos fijos es la partida con una apreciable tendencia alcista, la cual es, tras 4 años de actividad, 8 veces mayor a la comparable del 2007. Principalmente esto ha sido obra de las inversiones financieras a largo plazo que ha llevado la empresa en otros tipos de activos financieros (tal y como lo estipula el PGC 2007 se trataría de inversiones financieras a largo plazo no relacionadas con partes vinculadas, cualquiera que sea su forma de instrumentación, incluidos los intereses devengados, con vencimiento superior a un año o sin vencimiento (como los instrumentos de patrimonio), cuando la empresa no tenga la intención de venderlos en el corto plazo).

Por otro lado, el activo circulante se ubica en torno a los 55 millones todos los años, salvo en el 2010 en el cual este asciende a los 64 millones. Si bien es cierto que solamente las existencias son prácticamente las mismas cada año; deudores de Lacer, alcanza en 2010 su

pico máximo con 37 millones, principalmente originados por las deudas que acarrea de sus clientes tanto de productos como de servicios al corto plazo. Tras este año, comienza a descender esta partida.

Como es posible apreciar, la partida **Deudores**, adquiere el valor más significativo dentro del Activo de la empresa; a pesar de haberse reducido progresiva y ligeramente año tras año, no deja de representar a fecha 2012 la partida con mayor relevancia del Activo. Un **30%** concretamente.

Efectivamente se trata de un desafío para la empresa seguir reduciendo esta partida para un saneamiento de sus activos. El endeudamiento lo que hace es aumentar si cabe el riesgo de solvencia y liquidez de la empresa.

Tabla 6: Balance de Situación (Pasivo/PN) de Lacer – Formato Global 2012-2007 (respectivamente)

Fondos propios	14.923.942	18.429.214	16.343.164	54.707.633	47.775.134	36.412.587
Capital suscrito	420.700	420.700	420.700	525.875	525.875	525.875
Otros fondos propios	14.503.242	18.008.514	15.922.464	54.181.758	47.249.259	35.886.712
Pasivo fijo	45.177.774	60.110.438	56.771.237	8.810.752	9.225.273	22.272.598
Acreedores a L. P.	44.070.033	58.964.318	56.349.696	8.280.848	8.585.844	8.588.953
Otros pasivos fijos	1.107.742	1.146.121	421.541	529.904	639.429	13.683.645
Provisiones	438.467	384.045	n.d.	n.d.	n.d.	13.243.314
Pasivo líquido	33.726.752	20.312.073	28.964.465	28.449.826	30.277.977	32.568.204
Deudas financieras	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Acreedores comerciales	4.830.025	4.515.813	8.114.174	9.538.658	8.848.677	21.875.794
Otros pasivos líquidos	28.896.727	15.796.260	20.850.291	18.911.168	21.429.300	10.692.410
Total pasivo y capital propio	93.828.468	98.851.726	102.078.866	91.968.211	87.278.384	91.253.390

Fuente: Base de Datos SABI

En cuanto al Pasivo, es apreciable como el mismo aumenta considerablemente. Quizás sea la partida más importante de este balance donde queda reflejada la repercusión de su actividad a lo largo de este periodo. Los Fondos Propios, se han visto reducidos en 3 veces su valor de 2008, principalmente por la reducción en el nivel de reservas.

El Pasivo fijo, se ha visto considerablemente aumentado. Es la partida con mayor repercusión del balance. En 2007 se situaba en torno a los 8 o 9 millones, albergados en su mayor parte por los acreedores a largo plazo, para en 2011 pasar a reflejar 58 millones, actualmente (2012) reducidos a 44 millones; no obstante cifra considerablemente alta en relación a años anteriores.

La mayor partida proviene de otros pasivos financieros (aquellos que representan financiación ajena a largo plazo contraída con terceros que no tengan la calificación de partes vinculadas, incluyendo los intereses devengados con vencimiento superior a un año).

En el pasivo líquido, se puede apreciar una disminución de la partida acreedores comerciales a la mitad, ya sea por una refinanciación de la deuda (la deuda a corto plazo, la financia con deuda a largo plazo) o porque gracias al cobro obtenido de la partida deudores de su activo, ha ido cubriendo con ese dinero su partida de acreedores.

De nuevo, es el endeudamiento a Largo Plazo adquirido por la empresa el vivo reflejo de la situación de la empresa actualmente. En 2012, solo el **endeudamiento** a Largo plazo representa cerca de la mitad de los pasivos, lo cual quiere decir que la empresa se endeuda asumiendo un riesgo aparente de quiebra. En teoría acudir a la financiación externa sería recomendable, si ese nivel de endeudamiento, potenciara la **rentabilidad financiera** de la empresa, pero como veremos más adelante, esa rentabilidad financiera ira en detrimento.

Tabla 7: Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Lacer – Formato Global (2012-2007 respectivamente)

Cuentas de pérdidas y ganancias						
Ingresos de explotación	106.648.294	113.404.155	137.887.497	135.496.258	130.329.830	127.284.513
Importe neto Cifra de Ventas	105.569.165	112.314.840	137.197.171	135.178.463	127.942.504	126.072.591
Consumo de mercaderías y de materias	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Resultado bruto	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Otros gastos de explotación	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Resultado Explotación	-3.397.569	-919.471	11.095.712	9.020.235	10.403.006	11.476.304
Ingresos financieros	542.630	5.105.558	5.139.172	191.282	619.708	520.573
Gastos financieros	2.436.473	3.436.961	1.512.224	574.696	435.859	53.673
Resultado financiero	-1.893.843	1.668.598	3.626.949	-383.414	183.849	466.900
Result. ordinarios antes Impuestos	-5.291.413	749.127	14.722.660	8.636.821	10.586.855	11.943.204
Impuestos sobre sociedades	-1.904.928	-1.398.882	2.333.995	1.638.040	1.873.350	2.725.021
Resultado Actividades Ordinarias	-3.386.485	2.148.008	12.388.665	6.998.781	8.713.505	9.218.183
Ingresos extraordinarios	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Gastos extraordinarios	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Resultados actividades extraordinarias	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Resultado del Ejercicio	-3.386.485	2.148.008	12.388.665	6.998.781	8.713.505	9.218.183

Fuente: Base de Datos SABI

Observando la cuenta de resultados, es posible apreciar como el resultado del ejercicio es cada vez menor. Va disminuyendo desde el 2007 con 9 millones de resultado positivo a -3 millones de resultado negativo en el último año 2012. Como excepción encontramos el año 2010 donde se tuvo en beneficio superior al resto de años (12 millones) que comparado con la tendencia habitual de la cuenta de pérdidas y ganancias y el entorno que rodeaba al sector (crisis) es más bien curioso el resultado obtenido.

Las cifras de ventas van progresivamente aumentando hasta llegar al tope en 2010, donde a partir de ahí decaen estrepitosamente. Los ingresos financieros giran en torno a los 500000 y 1 millón de euros, salvo en 2010 y 2011 donde se posiciona en los 5 millones, razón suficiente para que en el susodicho primer año se obtenga un resultado del ejercicio superior al resto de condescendientes.

Los gastos financieros van en progresivo aumento, estancándose en los 2-3 millones a razón de la nueva gran cantidad de deuda a largo plazo contratada a partir de 2010.

### 3.5 Análisis temporal de los ratios de la empresa.

Tabla 8: Ratios Formato Global de Lacer.

Cuentas No Consolidadas	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008	31/12/2007
	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR
	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
	Aprobado	Aprobado	Aprobado	Aprobado	Aprobado	Aprobado
	Normal PGC 2007	Normal PGC 2007	Normal PGC 2007	Normal PGC 2007	Normal PGC 2007	Normal PGC 2007
<b>A. Profitability</b>						
Return on Shareholders Funds (%)	-35,46	4,06	90,08	15,79	22,16	32,80
Return on Capital Employed (%)	-5,43	3,38	20,79	14,41	19,33	20,39
Return on Total Assets (%)	-5,64	0,76	14,42	9,39	12,13	13,09
Profit Margin (%)	-4,96	0,66	10,68	6,37	8,12	9,38
<b>B. Operations</b>						
Net Assets Turnover	1,77	1,44	1,89	2,13	2,29	2,17
Interest Cover	-1,67	-0,48	23,24	17,46	24,13	518,37
Stock Turnover	7,07	6,82	7,74	8,11	8,80	6,98
Collection period (días)	90	92	98	87	78	87
Credit Period (días)	16	14	21	25	24	62
<b>C. Structure</b>						
Current Ratio	1,65	2,84	2,24	1,84	1,85	1,54
Liquidity Ratio	1,21	2,02	1,62	1,26	1,36	0,98
Shareholders Liquidity Ratio	0,33	0,31	0,29	6,21	5,18	1,63
Solvency Ratio (%)	15,91	18,64	16,01	59,49	54,74	39,90
Gearing (%)	302,72	326,17	347,37	16,11	19,31	61,17
<b>D. Per employee</b>						
Profit per Employee (Mil)	-12	2	29	16	20	22
Oper. Rev. per Employee (Mil)	239	228	270	252	243	238
Costs of employee / Oper. Rev. (%)	1,77	1,44	1,89	2,13	2,29	2,17
Aver. Cost of Empl. / Year (Mil)	79	65	69	62	57	58
Share Funds per Employee (Mil)	33	37	32	102	89	68
Work. Capital per Employee (Mil)	83	82	93	74	63	51
Total Assets per Employee (Mil)	210	199	200	171	163	171

Fuente: Base de Datos SABI

A. Comenzando por los ratios que miden la rentabilidad propia de la empresa (ROE/ ROCE/ ROA/ Profit Margin) podemos ver como todos ellos son negativos, tras haber sufrido en su conjunto un proceso de disminución progresiva. En el año 2007, todos sus ratios son considerablemente positivos, poniendo en evidencia la buena salud de la que gozaba. En el año 2012, todos estos ratios de rentabilidad han acabado por debajo de lo esperado, siendo el ROE el que más evidencia ésta pérdida de competitividad.

El **ROE** (ratio que mide el porcentaje de rentabilidad obtenida por cada euro invertido por sus accionistas) en 2012 se sitúa en torno al -35%, porcentaje claramente bajo cuando un valor aproximado y relativamente aceptado es un 15%. Lo que deja en evidencia es que ante unos fondos propios de 14 millones, la empresa ha obtenido pérdidas de -5 millones.

Claramente es un aspecto a mejorar en el futuro, y devolver los valores positivos sería un aspecto fundamental.

El ratio **ROA** (mide como de rentable es una empresa con respecto a sus activos), refleja que la empresa le ha sacado una rentabilidad negativa en el último año a sus activos. Lo ideal para una empresa es que este ratio sea lo más alto posible ya que demuestra que la empresa está ganando más dinero con menos inversión. En el caso de Lacer este ratio se ha visto disminuido por un descenso en el resultado del ejercicio más que en un aumento (mayor inversión) de sus activos.

El ***Profit Margin*** (Margen de Beneficio) mide cuanto consigue retener la empresa por cada dólar obtenido de las ventas. Es recomendable tener un valor alto en este ratio, ya que es muy útil para comparar empresas dentro de un mismo sector. Cuanto mayor sea, más rentable está demostrando ser la compañía por lo que tendrá mayor control sobre sus costes. En este caso, Lacer, a partir de 2010 se empieza a ver superada por sus costes reduciéndose así su Profit Margin llegando a volverse negativo en el último año.

B. En cuanto a los ratios operacionales, destacan:

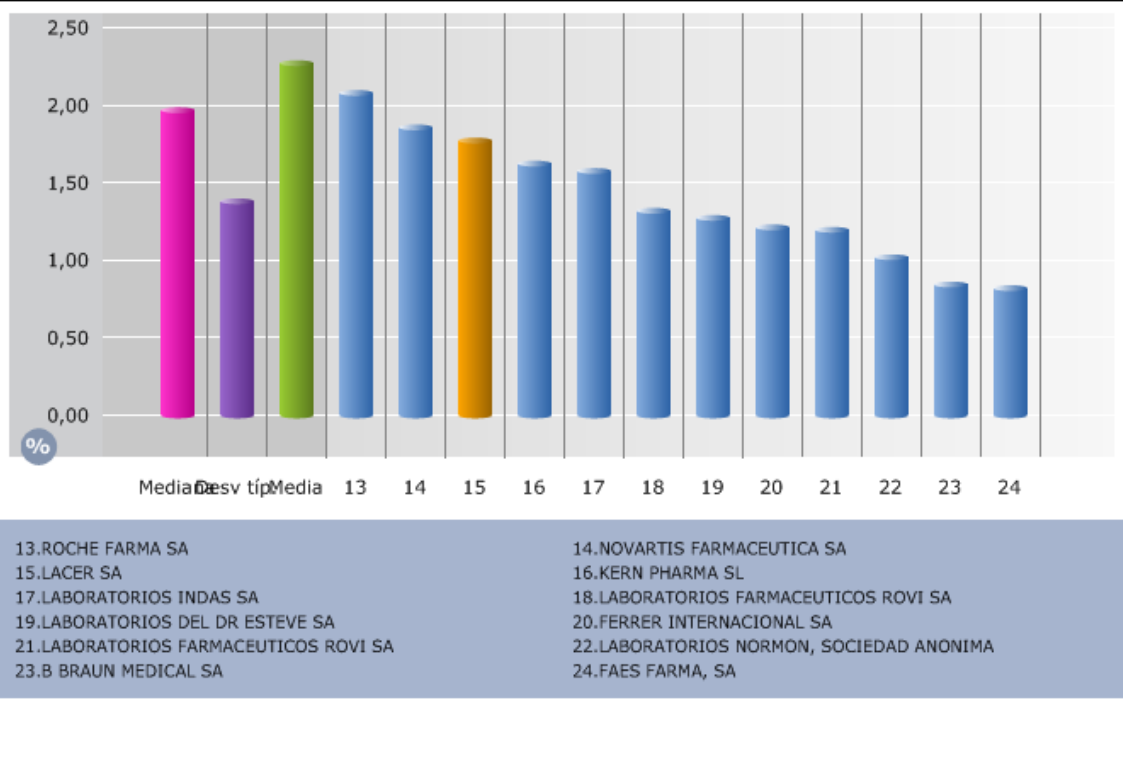
***Net Assets Turnover*** (Rotación Neta de Activos) Mide cómo es el uso intensivo de activos de una empresa, y la eficiencia de los activos empleados. La rotación de activos muestra la velocidad con la que una cantidad de dinero en efectivo, lo que equivale al dinero invertido en el negocio por la oficina central, regresa por la puerta de ventas.

Una empresa con un alto ratio de rotación de activos netos por lo general está haciendo un trabajo eficiente de convertir su capital en ingresos. Por el contrario, una baja relación podría ser una señal de ineficiencia, para ello es necesario compararlo con empresas de la industria.

Grafico 6: Net Assets Turnover (Top 25 empresas)

### Comparación: Net Assets Turnover - Últ. año disp. - 26 empresas

**Grupo:** Top 25 national companies according to the Ingresos de explotación for el último año disponible entre el grupo estándar ( NACE Rev.2: 212 VL - Fabricación de especialidades farmacéuticas)



Fuente: Base de Datos SABI.

Como se puede ver en el grafico recogido que se sitúa un poco por debajo de la media establecido cerca del 2,25 mientras que Lacer tiene un ratio de 1,77. No es un mal resultado, pero hay industrias que sacan más partido a su rotación de activos.

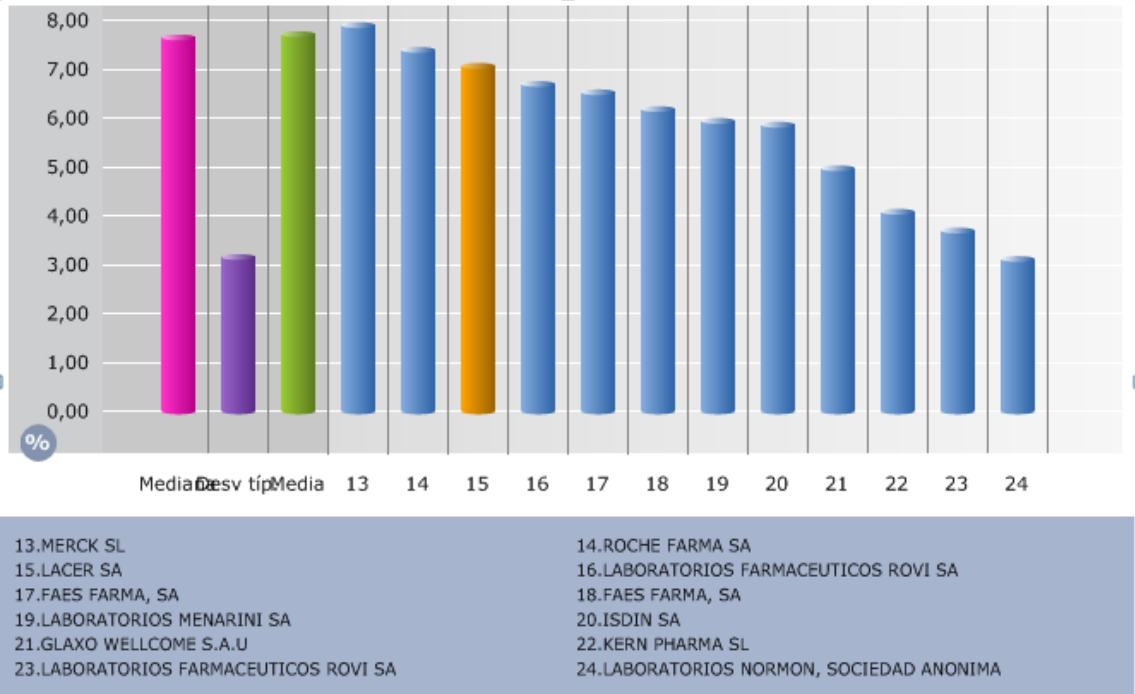
El **Interest Cover**, es clave en el análisis del endeudamiento seguido por la empresa. Este ratio determina la facilidad con que una empresa puede pagar los intereses sobre la deuda pendiente. Cuanto menor sea el ratio, mayor será el agobio de la empresa en el pago de los intereses; y tal y como refleja el valor del ratio (**negativo** en los dos últimos años) significa que la empresa está empezando a tener problemas con esos pagos, por lo que no está generando suficiente Cash Flow para satisfacer sus gastos de interés.

Si lo descuida, puede llegar a acabar en **bancarrota**.

**Stock Turnover** (Rotación de Stock o Inventario) se encarga de medir cuántas veces se vende el inventario de una empresa y se reemplaza durante un período. Esta relación debe ser comparada con los promedios de la industria. Una baja rotación implica bajas ventas y, por tanto, el exceso de inventario. Una alta relación implica ya sea fuertes ventas o compras ineficaces.

Los altos niveles de inventarios no son saludables, ya que representan una inversión con una tasa de retorno de cero. También abre la compañía hasta problemas si los precios comienzan a caer.

Grafico 7: Rotación de Inventario (Comparado con Top 25 empresas del Sector y Media)



Fuente: Base de Datos SABI.

Esta es una comparación del ratio de rotación de inventario de Lacer comparado con 25 empresas top nacionales con mayores ingresos dentro del grupo estándar al que pertenece Lacer. Como se puede apreciar, Lacer estaría cerca de los óptimos (media del sector), situado en 7.72% mientras que Lacer estaría en 7.07%.

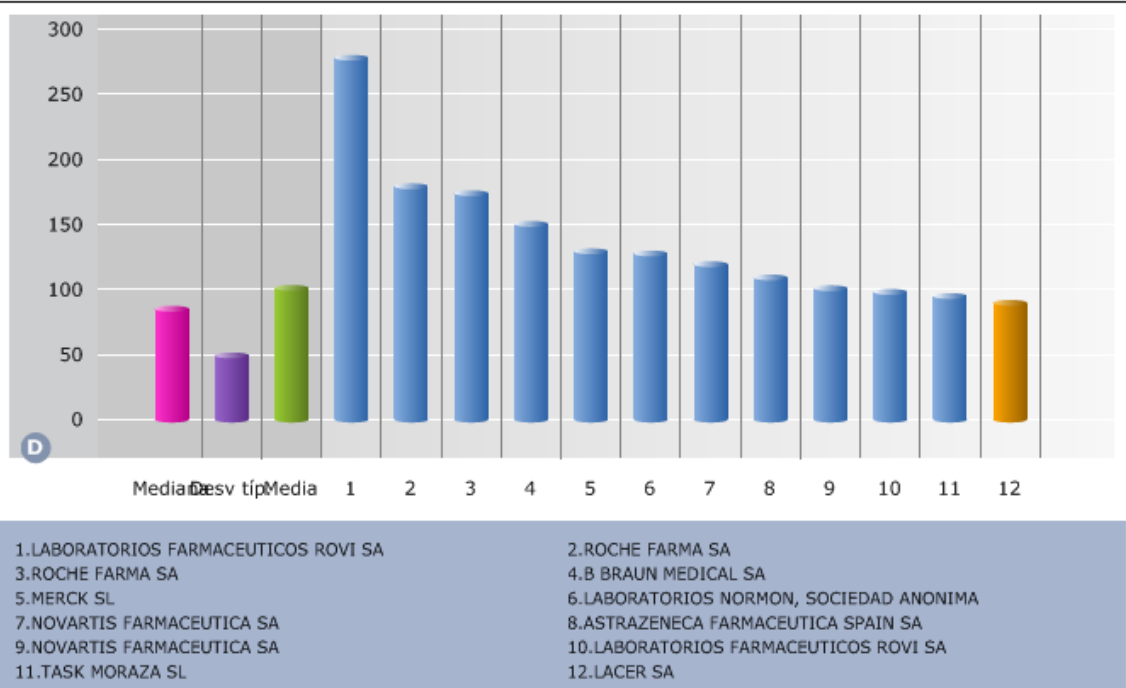
El **Collection Period** refleja la cantidad aproximada de tiempo que le hace falta a una empresa para recibir los pagos adeudados, en términos de créditos, de sus clientes. Por lo tanto, el poseer un periodo medio de cobro mínimo se considera como óptimo, porque esto significa que no le hace falta mucho tiempo a la empresa para convertir sus cuentas por cobrar en dinero en efectivo. El valor de este ratio se ha ubicado alrededor de los 90 días, que en comparación con empresas del grupo, y la media del sector de las 12 empresas top en cuanto a ingresos de explotación no estaría tan alejado. Se podría decir que está en sus óptimos.

Grafico 8: Periodo de cobro (Comparado con Top 25 empresas del Sector y Media)



#### Comparación: Collection period (días) - Últ. año disp. - 26 empresas

**Grupo:** Top 25 national companies according to the Ingresos de explotación for 2012 entre el grupo estándar ( NACE Rev.2: 212 VL - Fabricación de especialidades farmacéuticas)



Fuente: Base de Datos SABI

El Credit Period es el período de tiempo en el que un cliente de crédito tiene que pagar su factura.

#### C. Ratios de estructura:

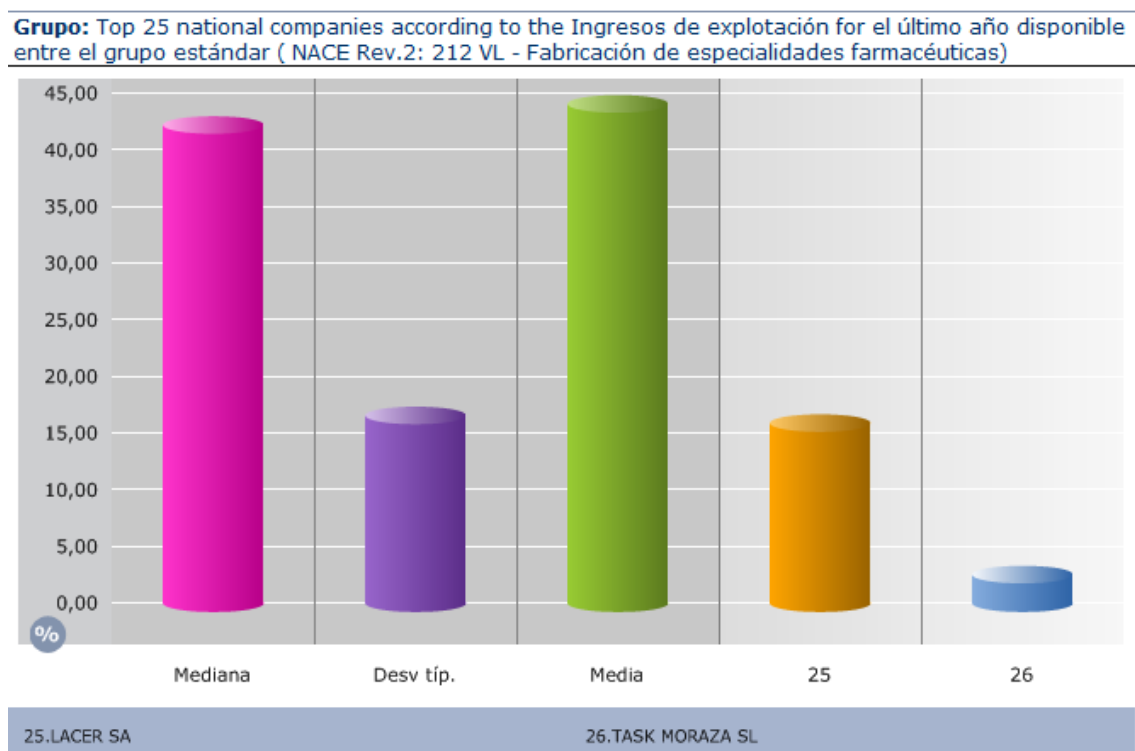
**Current Ratio:** El Current Ratio es una indicación de la liquidez del mercado de una empresa y su capacidad para satisfacer las demandas de los acreedores. El valor aceptable varía de una industria a otra y son generalmente entre 1,5 y 3 para las empresas sanas. Si la relación actual de la empresa está en este rango, entonces por lo general indica una buena capacidad financiera a corto plazo. Si los pasivos actuales superan a los activos corrientes (la proporción actual es inferior a 1), entonces la empresa puede tener problemas para cumplir con sus obligaciones. Si el ratio es demasiado alto, entonces la empresa puede no ser eficiente en el uso de sus activos corrientes o de sus líneas de financiación. Esto también puede indicar problemas en la gestión del circulante.

**Liquidity Ratio:** Muestra el número de veces que el pasivo a corto plazo está cubierto por el dinero en efectivo. Si el valor es mayor que 1,00, significa totalmente cubierto.

**Shareholders Liquidity Ratio:** Este índice refleja la cantidad de dinero que recibirían los accionistas si se liquidaran todos los activos de la empresa, y se utiliza para determinar la cantidad de activos de la compañía que están en manos de accionistas.

**Solvency Ratio:** El Solvency Ratio indica si el flujo de efectivo de una empresa es suficiente para cumplir con sus obligaciones a corto plazo y largo plazo. Cuanto menor sea este ratio, mayor es la probabilidad de que la empresa incumpla sus obligaciones de deuda. Mide la capacidad de flujo de efectivo que posee la empresa en relación a todos los pasivos, en lugar de sólo compararlo con la deuda; por lo que resulta en una medida más objetiva. El solvency ratio debe ser comparado con sus competidores en el mismo sector, más que vistos en forma aislada.

Grafico 9: Ratio de Solvencia de Lacer comparado con la media de las Top 25 empresas del sector.

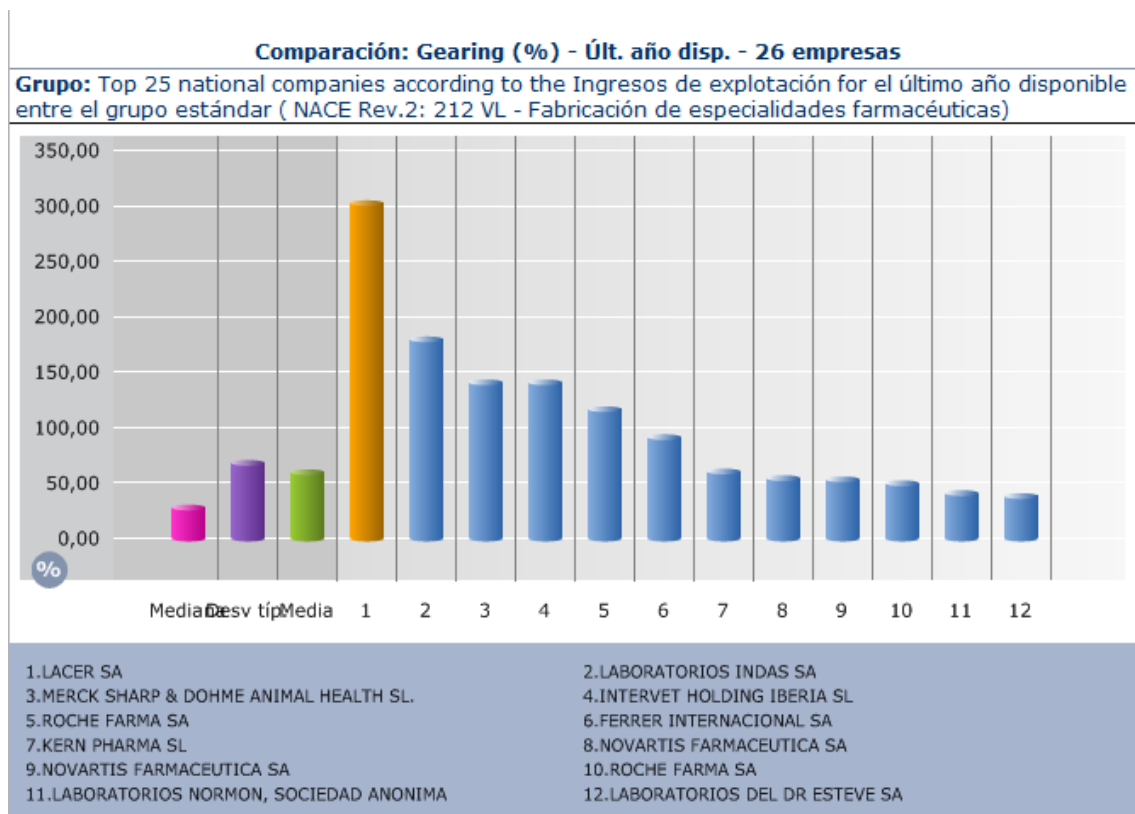


Fuente: Base de Datos SABI.

En la barra naranja queda reflejado el ratio de solvencia de Lacer, en comparación con la media de las 25 empresas Top del sector el cual se sitúa muy por encima. En este sentido cabría decir que la solvencia de Lacer podría ponerse en duda para un futuro no muy lejano por la posible incapacidad de generar Cash Flows que cubran a la empresa de sus necesidades financieras.

**Gearing:** es una medida de apalancamiento financiero, lo que demuestra el grado en que las actividades de una empresa son financiadas por fondos del dueño frente a los fondos de los acreedores. Cuanto mayor sea el grado de apalancamiento de la empresa, más arriesgada se considera a la empresa. En cuanto a la mayoría de los índices, un nivel aceptable se determina por su comparación con los ratios de las empresas de la misma industria.

Grafico 10: Gearing de Lacer con el resto de empresas Top 25 del sector, y su media.



Fuente: Base de Datos SABI.

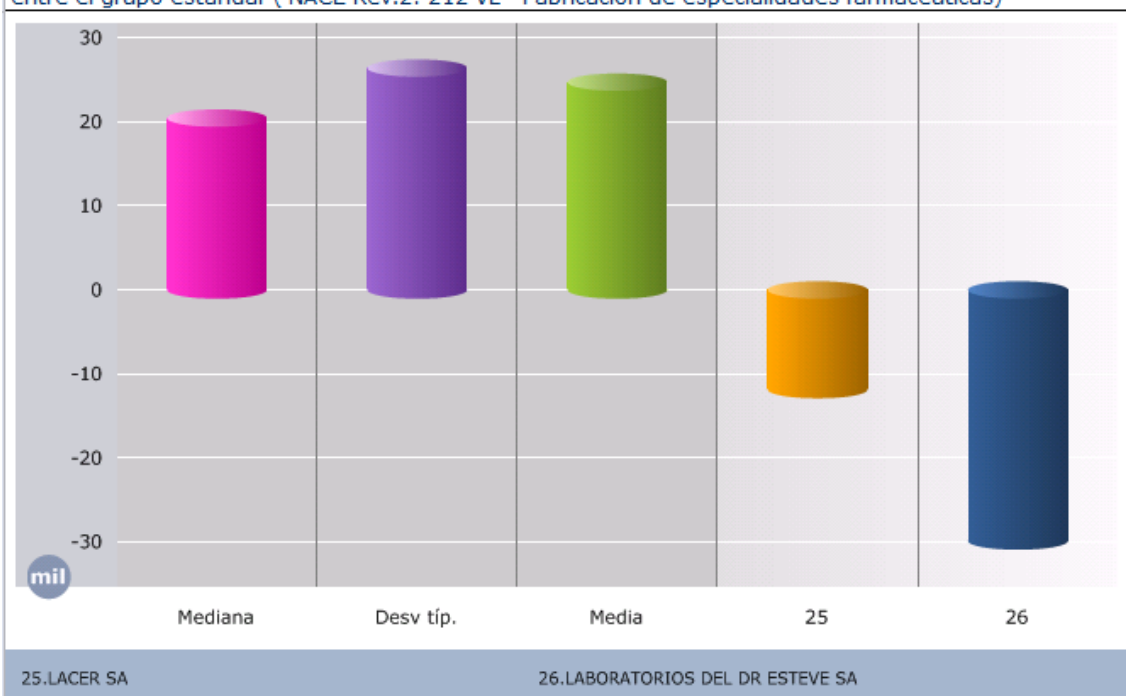
En este grafico queda reflejado como el ratio de apalancamiento de la empresa es altísimo con respecto a sus competidoras, y la media del sector situada en un 50%. Un 300% de Lacer, deja en evidencia que la empresa tiene un serio problema con el endeudamiento.

#### D. Per Employee

**Profit per employee** se trata de un ratio que toma el resultado del ejercicio de la empresa en relación con el número de empleados que tiene. Esta relación es más útil cuando se compara con otras empresas de la misma industria. Lo ideal sería que una empresa quiere los mayores ingresos por empleado que sea posible, ya que denota una mayor productividad. Y claramente en los últimos dos años, no está obteniendo prácticamente productividad de sus empleados, llegando incluso a ser negativo en el último año.

Grafico 11: Productividad por cada empleado comparado con la media del sector (Top 25)

**Grupo:** Top 25 national companies according to the Ingresos de explotación for el último año disponible entre el grupo estándar ( NACE Rev.2: 212 VL - Fabricación de especialidades farmacéuticas)



Fuente: Base de Datos SABI.

Tal y como refleja el grafico, la media de las empresas top del sector en la productividad por empleado esta alrededor de los 20 mil euros, y Lacer se ubica en 12 mil negativos. Por lo tanto podría ser conveniente reducir empleados para paliar esta falta de productividad temporal producido por un desplome en el resultado del ejercicio de la empresa, la productividad por empleado negativa, se puede reducir, si el número de trabajadores fuera menor.

***Average cost per employee over the year.*** Ratio que refleja el coste que produce un empleado por término medio en el seno de la empresa. El ratio deja ver como el coste que asume la empresa es cada año mayor; por lo tanto podría ser conveniente corregir a través de medidas concretas.

### 3.6 Análisis de la deuda.

Debido a que el crecimiento de la deuda, ha sido un factor más que importante en el devenir de la actividad de esta empresa en los últimos años, se analizara con un poco más de detenimiento la misma, y poder fijar en la medida de lo posible su viabilidad. En conclusión, si la empresa se ha endeudado bien, o por el contrario, acabara perjudicándole si no toma medidas:

➤ *Ratios de equilibrio financiero a CP:*

1. *Ratio de Tesorería*: Como se ha dicho antes, muestra el número de veces que el pasivo a corto plazo está cubierto por el dinero en efectivo. Si el valor es **mayor que 1,00**, significa totalmente **cubierto**. En el año 2012, el valor del ratio de Tesorería (Liquidity Ratio) se encontraba en el 1,21, valor superior a 1 lo que significa que a CP la deuda está garantizada con los activos corrientes que posee la empresa.

2. *Coficiente Acido*:

Se trata del ratio más significativo para conocer las posibilidades de pago de la empresa a c/p.

Ratio de Tesorería = Realizable + Disponible/Financiación Ajena a c/p

Se considera aceptable un valor **entre 0,8 y 1**, aunque depende del sector en que está operando la empresa, además es conveniente conocer el valor medio del sector y su evolución en el tiempo. Un valor por debajo del 0,8 nos situará técnicamente en suspensión de pagos y por encima de 1 nos alerta sobre excesivos activos líquidos en la empresa.

	2012
Realizable	26.603.125,69
Disponible	8.184.918,90
Deuda a CP	16.940.386,93
<b>Coficiente Acido</b>	<b>2,05</b>

Tal y como demuestra el ratio, estaría por encima de lo que se considera aceptable en general. Por lo que se puede concluir que la empresa a c/p podría disponer de excesivo activo líquido.

➤ Ratios de Endeudamiento y Estructura Financiera.

1. *Calidad del Endeudamiento*

Ratio Endeudamiento a c/p = Exigible a CP / Recursos Propios

Analiza la estructura de la deuda dentro de la empresa, su **valor ideal es 0,5**, indicando así un equilibrio entre la deuda a c/p y l/p, cuanto más porcentaje ocupe la deuda a c/p más peligro de insolvencia y de falta de liquidez para la empresa, como ocurre en este caso, donde la deuda a corto representa más incluso que lo que los fondos propios en sí.

Exigible a CP	16.940.386,93
Recursos Propios	14.923.942,27
Ratio	1,135114745

2. *Ratio de Garantía o Solvencia Total*

Indica la seguridad que da la empresa a sus acreedores de poder cobrar sus créditos y cuál es la distancia de la empresa hacia un posible estado

de quiebra (comparando lo que tenemos con lo que debemos, si lo que debemos es más, estaremos en situación de quiebra). Mide la solvencia de una manera más real, eliminando del cálculo, el activo ficticio (gastos constitución...) parte intangible y no embargable del activo total. Así el Activo Real es aquel que en caso de liquidación de la empresa puede convertirse en dinero líquido para hacer frente a las posibles deudas.

$$\text{Ratio Garantía} = \text{Activo Real} / \text{Exigible total}$$

$$\text{Activo Real} = \text{Activo Total} - \text{Activo Ficticio}$$

Su valor ha de ser siempre superior a 1, límite que será un indicador de alarma. Se recomienda que dé un resultado entre 1,5 y 2. Cuanto mayor sea el ratio, mayor garantía ofrece la empresa del pago de todas sus deudas contraídas.

Activo Total	93.828.467,99
Activo Ficticio	3.986.593,72
<b>Activo Real</b>	89.841.874,27
<b>Exigible Total</b>	61.010.419,45
<i>Ratio de Garantía</i>	1,472566081

En 2012, la empresa estaría muy próxima al límite inferior recomendado, por lo que se debe mirar con mucho detenimiento para que no sobrepase más, y llegue a crear problemas en este sentido.

### 3. *Ratio de Autonomía Financiera*

$$\text{Ratio Autonomía} = \text{Recursos Propios} / \text{Recursos Ajenos}$$

Indica el grado de independencia de la empresa, y es el inverso al Ratio de Endeudamiento, su valor normal es superior o a lo sumo 1, lo que indicará una buena situación de independencia del exterior.

Recursos Ajenos	65%
Recursos Propios	15%
Ratio de Autonomia	0,23

Se puede concluir que la empresa es dependiente del exterior financieramente en un porcentaje muy alejado de lo ideal.

#### ➤ Ratios de los Gastos Financieros

Los gastos financieros equivalen a los intereses devengados por las empresas en el ejercicio económico surgidos por la utilización de deuda ajena.

*Relación con la cifra de ventas*

El dato obtenido de esta fórmula se compara con los valores siguientes para ver su idoneidad para la empresa: Entre 1% y 2% aceptable, un 3% un poco alto, 4% bastante alto, 5% peligro, y más de 5% gran riesgo hay que disminuir estos gastos.

Gastos Financieros	2.030.109,32
Ventas	105.569.164,93
	2%

El valor refleja que la deuda es aceptable conforme al pago de los intereses devengados.

#### *Relación del BAI con los intereses Financieros*

##### BAI - Impuesto sociedades / Intereses

Nos muestra la capacidad de nuestra empresa para responder de los gastos financieros, cuanto mayor sea su valor mejor y más seguridad transmitirá la empresa.

BAI	-	3.397.569,23
Impuesto de Sociedades		1.904.928,00
Intereses		2.030.109,32
	-	0,74

Valor negativo, por lo que la empresa no da seguridad en cuanto al pago de intereses respecta.

Como conclusión, se podría decir que hay ratios dispares. En general, la deuda no se ha descontrolado todavía, pero se debe tratar con mucha cautela a la hora de llevar a cabo la actividad porque se puede ver seriamente perjudicada. El endeudamiento ha sido altísimo, con mucho riesgo, y el cual ha afectado a la solvencia de la compañía, pero no tienen nada perdido todavía.

## 4. PROYECCION, ANALISIS Y ESTIMACIONES.

### 4.1 Proyección

Lo que interesa ahora es saber la progresión, crecimiento o decrecimiento que puede tener la empresa, una vez analizados los años anteriores (periodo de 5 años) y haciendo una predicción fundamentada de lo que puede acontecer en un futuro más o menos cercano.

Para ello, cada partida del balance y de la cuenta de resultados se le estimara una tasa de crecimiento relativa y acorde a una normal previsión del balance. Comenzando por los activos:

Figura 1. Activos no corrientes (2008-2012)

Cuentas No Consolidadas	31/12/2008 EUR	31/12/2009 EUR	31/12/2010 EUR	31/12/2011 EUR	31/12/2012 EUR
	12 meses Aprobado	12 meses Aprobado	12 meses Aprobado	12 meses Aprobado	12 meses Aprobado
	Normal PGC 2007	Normal PGC 2007	Normal PGC 2007	Normal PGC 2007	Normal PGC 2007
<b>Activo</b>					
<b>A) Activo no corriente</b>	<b>31.216.838</b>	<b>39.512.269</b>	<b>37.265.837</b>	<b>41.211.801</b>	<b>38.048.798</b>
<b>I Inmovilizado intangible</b>	6.539.811	5.303.307	4.674.719	4.443.532	3.986.594
1. Desarrollo	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2. Concesiones	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
3. Patentes, licencias, marcas y	6.252.064	5.108.328	4.445.342	3.843.424	3.277.385
4. Fondo de comercio	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
5. Aplicaciones informáticas	287.747	193.778	128.781	106.703	687.437
6. Investigación	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
7. Otro inmovilizado intangible	n.d.	1.200	100.595	493.405	21.772
<b>II Inmovilizado material</b>	22.525.726	21.930.580	20.820.317	20.225.978	18.007.225
1. Terrenos y construcciones	5.297.448	5.186.181	5.074.913	4.963.645	12.361.501
2. Instalaciones técnicas y otro	16.795.398	15.825.122	14.537.122	14.106.836	5.331.904
3. Inmovilizado en curso y	432.880	919.278	1.208.283	1.155.496	313.821
<b>III Inversiones</b>	n.d.	10.355.327	10.142.754	9.922.882	9.703.010
1. Terrenos	n.d.	4.880.693	4.884.127	4.884.127	4.884.127
2. Construcciones	n.d.	5.474.635	5.258.628	5.038.755	4.818.883
<b>IV Inversiones en empresas</b>	761.807	759.623	750.959	746.741	751.171
1. Instrumentos de patrimonio	761.807	759.623	750.959	746.741	751.171
2. Créditos a empresas	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
3. Valores representativos de	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
4. Derivados	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
5. Otros activos financieros	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
6. Otras inversiones	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>V Inversiones financieras a</b>	28.694	47.783	59.725	4.868.288	4.351.432
1. Instrumentos de patrimonio	n.d.	n.d.	n.d.	167.716	n.d.
2. Créditos a terceros	99	99	99	n.d.	n.d.
3. Valores representativos de	n.d.	n.d.	n.d.	1.847.453	n.d.
4. Derivados	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
5. Otros activos financieros	28.596	47.684	59.626	2.853.119	4.351.432
6. Otras inversiones	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>VI Activos por impuesto</b>	1.360.799	1.115.648	817.363	1.004.380	1.249.366
<b>VII Deudas comerciales no</b>	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Fuente: Elaboración propia.



Figura 1.1. Progresión de los activos no corrientes (Método de variación media)

	Variacion %	Variacion %	Variacion %	Variacion %	Variacion media
	2008-2009	2009-2010	2010-2011	2011-2012	
<b>A) Activo no corriente</b>					
<b>I Inmovilizado intangible</b>					
1. Desarrollo					
2. Concesiones					
3. Patentes, licencias, marcas y similares	-18,29%	-12,98%	-13,54%	-14,73%	-14,89%
4. Fondo de comercio					
5. Aplicaciones informáticas	-32,66%	-33,54%	-17,14%	544,25%	12,26%
6. Investigación					
7. Otro inmovilizado intangible		8282,95%	390,48%	-95,59%	98,84%
<b>II Inmovilizado material</b>					
1. Terrenos y construcciones	-2,10%	-2,15%	-2,19%	149,04%	35,65%
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	-5,78%	-8,14%	-2,96%	-62,20%	-11,28%
3. Inmovilizado en curso y anticipos	112,36%	31,44%	-4,37%	-72,84%	16,65%
<b>III Inversiones inmobiliarias</b>					
1. Terrenos		0,07%	0,00%	0,00%	0,02%
2. Construcciones		-3,95%	-4,18%	-4,36%	-4,16%
<b>IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo</b>	-0,29%	-1,14%	-0,56%	0,59%	-0,35%
1. Instrumentos de patrimonio	-0,29%	-1,14%	-0,56%	0,59%	-0,35%
2. Créditos a empresas					
3. Valores representativos de deuda					
4. Derivados					
5. Otros activos financieros					
6. Otras inversiones					
<b>V Inversiones financieras a largo plazo</b>					
1. Instrumentos de patrimonio					
2. Créditos a terceros	0,00%	0,00%			0,00%
3. Valores representativos de deuda					
4. Derivados					
5. Otros activos financieros	66,75%	25,04%	4685,01%	52,51%	48,10%
6. Otras inversiones					
<b>VI Activos por impuesto diferido</b>	-18,02%	-26,74%	22,88%	24,39%	0,63%
<b>VII Deudas comerciales no corrientes</b>					

Fuente: Elaboración propia.

Para el cómputo de la progresión y de la proyección, se ha aplicado el método del porcentaje de variación media cogiendo como supuesto la continuidad del último año. Esta progresión de las partidas del activo del balance, cuanta con 4 periodos correspondientes a cada uno de los 5 años estudiados. Cada uno de los periodos ha sido hallado gracias a un porcentaje de variación media (Valor en año actual-Valor en año anterior)/Valor en año anterior. De ahí, una vez obtenidos los porcentajes en cada uno de ellos, se procede a obtener el porcentaje de variación media reflejada en la última columna, simplemente a través de la media de los cuatro periodos, pero siempre manteniendo el objetivo de obtener una variación media dentro del +/- 100% para que los valores de las partidas no se disparen en un futuro.

Como se ha dicho esta variación media por último, será aplicada al último año correspondiente (en este caso 2012), y a partir de aquí obtendremos las proyecciones para los próximos 5 años.

En los casos donde se pueda apreciar variaciones porcentuales que pudieran considerarse anómalas (por ejemplo la variación porcentual de otro inmovilizado intangible en el período 2009-2010 con un 8282%), esto podría alterar el cómputo global y en general producir resultados no muy concluyentes. En estos casos, se procederá de dos maneras distintas, con carácter general:

- Si el valor es superior al 300% ese dato se podría llegar a obviar y no sería tenido en cuenta en el cómputo de su variación media.
- O sino, dado el caso de tratarse de un porcentaje cercano o igual al 300%, se aplicaría a cada periodo un peso relativo y representativo a cada uno de los periodos, con el fin de obtener unas progresiones ajustadas al +/- 100%.
- No obstante, dependerá de la situación de cada partida, el criterio personal final recibido, en cada cual será debidamente justificado, dándose el caso de que ciertos porcentajes no se anulen o modifiquen debido a que son mismamente compensados por periodos anteriores o posteriores.

Ambas dos restricciones se pueden ver aplicados en el ejemplo dado antes.

- Otro inmovilizado intangible adquiere un valor en el segundo periodo de 8282% con lo cual, se abstiene de ser contabilizado en la variación media de esta partida debido a que es un número no representativo. Con respecto a los periodos siguientes, ambos son porcentajes muy altos tanto en valores positivos como negativos; y al tratarse de una partida en la mayoría de sus años con saldo positivo, para esta se aplicara el peso especial de 40% en la variación positiva, y 60% en la variación negativa, quedando de la siguiente forma:

$$0\%*8282\%+0.4*390\%+0.6*(-95\%)= 98\% \text{ de variación media.}$$

- Otro ejemplo podría tratarse de la partida otros activos financieros, donde el tercer periodo, tiene una variación porcentual de 4685%. Si para su cálculo incluiríamos los porcentajes obtenidos y sin ajustar quedaría el resultado de la siguiente forma:

$$\text{Promedio } (66\%-25\%-4685\%-52\%)=\mathbf{1207\%}$$

Ajustándolo y evitando contabilizar el periodo tres:

$$\text{Promedio } (66\%-25\%-52\%)= \mathbf{48\%}$$

Figura 1.2. Activos no corrientes proyectados

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Activo</b>					
<b>A) Activo no corriente</b>	<b>43.423.420,83</b>	<b>51.565.166,26</b>	<b>63.523.524,55</b>	<b>80.804.228,48</b>	<b>105.572.880,29</b>
<b>I Inmovilizado intangible</b>	<b>3.604.563,76</b>	<b>3.326.754,78</b>	<b>3.164.649,33</b>	<b>3.152.274,76</b>	<b>3.366.522,54</b>
1. Desarrollo					
2. Concesiones					
3. Patentes, licencias, marcas y similares	2.789.544,54	2.374.319,68	2.020.901,21	1.720.089,22	1.464.053,23
4. Fondo de comercio					
5. Aplicaciones informáticas	771.727,32	866.352,86	972.580,93	1.091.834,18	1.225.709,71
6. Investigación					
7. Otro inmovilizado intangible	43.291,90	86.082,25	171.167,20	340.351,36	676.759,60
<b>II Inmovilizado material</b>	<b>21.864.814,55</b>	<b>27.370.085,11</b>	<b>35.076.933,97</b>	<b>45.740.045,24</b>	<b>60.386.020,53</b>
1. Terrenos y construcciones	16.768.449,76	22.746.502,88	30.855.767,87	41.856.034,56	56.777.962,44
2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	4.730.299,58	4.196.574,64	3.723.070,47	3.302.992,31	2.930.312,03
3. Inmovilizado en curso y anticipos	366.065,21	427.007,59	498.095,63	581.018,38	677.746,06
<b>III Inversiones inmobiliarias</b>	<b>9.503.522,58</b>	<b>9.312.389,08</b>	<b>9.129.261,33</b>	<b>8.953.806,03</b>	<b>8.785.703,75</b>
1. Terrenos	4.885.272,42	4.886.418,25	4.887.564,34	4.888.710,71	4.889.857,34
2. Construcciones	4.618.250,16	4.425.970,83	4.241.696,98	4.065.095,32	3.895.846,41
<b>IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo</b>	<b>748.549,60</b>	<b>745.937,64</b>	<b>743.334,78</b>	<b>740.741,01</b>	<b>738.156,28</b>
1. Instrumentos de patrimonio	748.549,60	745.937,64	743.334,78	740.741,01	738.156,28
2. Créditos a empresas					
3. Valores representativos de deuda					
4. Derivados					
5. Otros activos financieros					
6. Otras inversiones					
<b>V Inversiones financieras a largo plazo</b>	<b>6.444.731,01</b>	<b>9.544.837,81</b>	<b>14.136.210,85</b>	<b>20.936.204,47</b>	<b>31.007.246,99</b>
1. Instrumentos de patrimonio					
2. Créditos a terceros	99,00	99,00	99,00	99,00	99,00
3. Valores representativos de deuda					
4. Derivados					
5. Otros activos financieros	6.444.632,01	9.544.738,81	14.136.111,85	20.936.105,47	31.007.147,99
6. Otras inversiones					
<b>VI Activos por impuesto diferido</b>	<b>1.257.239,33</b>	<b>1.265.161,84</b>	<b>1.273.134,29</b>	<b>1.281.156,97</b>	<b>1.289.230,20</b>
<b>VII Deudas comerciales no corrientes</b>					

Fuente: Elaboración propia.

Esta proyección, como ya se ha explicado antes, proviene de aplicar la progresión media al valor del último año del balance.

Los grupos de primer nivel (Inmovilizado intangible, Inmovilizado material, Inversiones inmobiliarias...) serán obtenidos por la suma de las partidas que componen cada grupo, dejando para el final, el valor del activo no corriente, computado como la suma de los grupos de cada año.

Figura 2. Activos corrientes (2008-2012)

<b>B) Activo corriente</b>	<b>56.061.546</b>	<b>52.455.942</b>	<b>64.813.029</b>	<b>57.639.925</b>	<b>55.779.670</b>
<b>I Activos no corrientes</b>	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>II Existencias</b>	<b>14.811.297</b>	<b>16.700.667</b>	<b>17.823.440</b>	<b>16.638.105</b>	<b>15.079.405</b>
1. Comerciales	4.222.355	6.396.992	7.580.534	5.027.878	4.183.360
2. Materias primas y otros	4.767.729	4.168.637	4.170.760	5.047.819	4.791.380
3. Productos en curso	1.472.187	1.352.536	1.149.922	1.144.490	725.088
a) De ciclo largo de	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
b) De ciclo corto de producción	1.472.187	1.352.536	1.149.922	1.144.490	725.088
4. Productos terminados	4.349.026	4.782.502	4.922.224	5.417.918	5.379.577
a) De ciclo largo de	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
b) De ciclo corto de producción	4.349.026	4.782.502	4.922.224	5.417.918	5.379.577
5. Subproductos, residuos y	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
6. Anticipos a proveedores	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>III Deudores comerciales y</b>	<b>28.058.528</b>	<b>32.886.681</b>	<b>37.563.068</b>	<b>28.841.564</b>	<b>26.603.126</b>
1. Clientes por ventas y	25.823.925	29.833.039	36.132.367	27.920.767	25.972.201
a) Clientes por ventas y	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
b) Clientes por ventas y	25.823.925	29.833.039	36.132.367	27.920.767	25.972.201
2. Clientes empresas del grupo	1.481.184	1.156.276	1.198.902	777.512	405.324
3. Deudores varios	631.988	568.294	111.051	25.481	67.364
4. Personal	103.581	113.536	79.596	85.424	54.946
5. Activos por impuesto	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
6. Otros créditos con las	17.850	1.215.535	41.152	32.379	103.291
7. Accionistas (socios) por	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>IV Inversiones en empresas</b>	<b>2.313.423</b>	<b>349.241</b>	<b>742.741</b>	<b>1.499.544</b>	<b>2.259.276</b>
1. Instrumentos de patrimonio	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2. Créditos a empresas	2.313.423	349.241	742.741	1.499.544	2.259.276
3. Valores representativos de	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
4. Derivados	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
5. Otros activos financieros	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
6. Otras inversiones	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>V Inversiones financieras a</b>	<b>48.995</b>	<b>301</b>	<b>10.679</b>	<b>6.301.218</b>	<b>3.583.496</b>
1. Instrumentos de patrimonio	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2. Créditos a empresas	33.927	301	10.679	164.917	18.379
3. Valores representativos de	n.d.	n.d.	n.d.	36.301	2.565.117
4. Derivados	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
5. Otros activos financieros	15.067	n.d.	n.d.	6.100.000	1.000.000
6. Otras inversiones	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>VI Periodificaciones a corto</b>	<b>671.013</b>	<b>51.255</b>	<b>120.432</b>	<b>164.818</b>	<b>69.448</b>
<b>VII Efectivo y otros activos</b>	<b>10.158.290</b>	<b>2.467.797</b>	<b>8.552.669</b>	<b>4.194.675</b>	<b>8.184.919</b>
1. Tesorería	10.158.290	2.467.797	8.552.669	4.194.675	8.184.919
2. Otros activos líquidos	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>Total activo (A + B)</b>	<b>87.278.384</b>	<b>91.968.211</b>	<b>102.078.866</b>	<b>98.851.726</b>	<b>93.828.468</b>

Fuente: Elaboración propia.

En distintos colores están resaltados, los grupos de partidas que se han tenido en cuenta en la estimación del Fondo de Maniobra necesario, explicado más adelante.

Figura 2.1. Progresión de los Activos Corrientes.

	Variacion % 2008-2009	Variacion % 2009-2010	Variacion % 2010-2011	Variacion % 2011-2012	Variacion media
<b>B) Activo corriente</b>					
<b>I Activos no corrientes mantenidos para la venta</b>					
<b>II Existencias</b>					
1. Comerciales	51,50%	18,50%	-33,67%	-16,80%	4,88%
2. Materias primas y otros aprovisionamientos	-12,57%	0,05%	21,03%	-5,08%	0,86%
3. Productos en curso	-8,13%	-14,98%	-0,47%	-36,65%	-15,06%
a) De ciclo largo de producción					
b) De ciclo corto de producción	-8,13%	-14,98%	-0,47%	-36,65%	-15,06%
4. Productos terminados	9,97%	2,92%	10,07%	-0,71%	5,56%
a) De ciclo largo de producción					
b) De ciclo corto de producción	9,97%	2,92%	10,07%	-0,71%	5,56%
5. Subproductos, residuos y materiales recuperados					
6. Anticipos a proveedores					
<b>III Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar</b>					
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	15,52%	21,12%	-22,73%	-6,98%	1,73%
a) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a largo plazo					
b) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a corto plazo	15,52%	21,12%	-22,73%	-6,98%	1,73%
2. Clientes empresas del grupo y asociadas	-21,94%	3,69%	-35,15%	-47,87%	-25,32%
3. Deudores varios	-10,08%	-80,46%	-77,05%	164,37%	-0,81%
4. Personal	9,61%	-29,89%	7,32%	-35,68%	-12,16%
5. Activos por impuesto corriente					
6. Otros créditos con las Administraciones Públicas	6709,80%	-96,61%	-21,32%	219,01%	-5,56%
7. Accionistas (socios) por desembolsos exigidos					
<b>IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo</b>					
1. Instrumentos de patrimonio					
2. Créditos a empresas	-84,90%	112,67%	101,89%	50,66%	45,08%
3. Valores representativos de deuda					
4. Derivados					
5. Otros activos financieros					
6. Otras inversiones					
<b>V Inversiones financieras a corto plazo</b>					
1. Instrumentos de patrimonio					
2. Créditos a empresas	-99,11%		1444,30%	-88,86%	59,84%
3. Valores representativos de deuda					6,00%
4. Derivados					
5. Otros activos financieros					5,00%
6. Otras inversiones					
<b>VI Periodificaciones a corto plazo</b>	-92,36%	134,97%	36,86%	-57,86%	5,40%
<b>VII Efectivo y otros activos líquidos equivalentes</b>	-75,71%	246,57%	-50,95%	95,13%	30,34%
1. Tesorería	-75,71%	246,57%	-50,95%	95,13%	30,34%
2. Otros activos líquidos equivalentes					

Fuente: Elaboración propia.

Figura 2.2. Activo corriente proyectado.

	2013	2014	2015	2016	2017
B) Activo corriente	60270446,24	66070731,43	73613154,56	83497553,86	96555030,74
<b>I Activos no corrientes mantenidos para la venta</b>					
<b>II Existencias</b>	<b>15.514.919,97</b>	<b>15.993.849,76</b>	<b>16.515.135,60</b>	<b>17.078.166,92</b>	<b>17.682.729,02</b>
1. Comerciales	4.387.653,81	4.601.924,21	4.826.658,47	5.062.367,59	5309587,527
2. Materias primas y otros aprovisionamientos	4.832.513,35	4.873.999,71	4.915.842,21	4.958.043,93	5000607,946
3. Productos en curso	615.916,12	523.181,59	444.409,51	377.497,63	320660,2389
a) De ciclo largo de producción					
b) De ciclo corto de producción	615.916,12	523.181,59	444.409,51	377.497,63	320660,2389
4. Productos terminados	5.678.836,68	5.994.744,25	6.328.225,41	6.680.257,77	7051873,312
a) De ciclo largo de producción					
b) De ciclo corto de producción	5.678.836,68	5.994.744,25	6.328.225,41	6.680.257,77	7051873,312
5. Subproductos, residuos y materiales recuperados					
6. Anticipos a proveedores					
<b>III Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar</b>	<b>26.937.817,91</b>	<b>27.307.431,24</b>	<b>27.705.407,58</b>	<b>28.126.869,19</b>	<b>28568195,74</b>
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	26.422.476,66	26.880.558,55	27.346.582,13	27.820.685,08	28303007,47
a) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a largo plazo					
b) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a corto plazo	26.422.476,66	26.880.558,55	27.346.582,13	27.820.685,08	28303007,47
2. Clientes empresas del grupo y asociadas	302.709,41	226.073,69	168.839,52	126.095,10	94172,11166
3. Deudores varios	66.821,77	66.283,55	65.749,67	65.220,09	64694,78022
4. Personal	48.264,93	42.396,13	37.240,94	32.712,61	28734,8959
5. Activos por impuesto corriente					
6. Otros créditos con las Administraciones Públicas	97.545,14	92.119,33	86.995,31	82.156,32	77586,48247
7. Accionistas (socios) por desembolsos exigidos					
<b>IV Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo</b>	<b>3.277.796,23</b>	<b>4.755.481,90</b>	<b>6.899.333,11</b>	<b>10.009.668,52</b>	<b>14522195,44</b>
1. Instrumentos de patrimonio					
2. Créditos a empresas	3.277.796,23	4.755.481,90	6.899.333,11	10.009.668,52	14522195,44
3. Valores representativos de deuda					
4. Derivados					
5. Otros activos financieros					
6. Otras inversiones					
<b>V Inversiones financieras a corto plazo</b>	<b>3.798.401,94</b>	<b>4.031.624,29</b>	<b>4.287.781,33</b>	<b>4.573.887,97</b>	<b>4900768,984</b>
1. Instrumentos de patrimonio					
2. Créditos a empresas	29.377,60	46.958,49	75.060,58	119.980,23	191781,8407
3. Valores representativos de deuda	2.719.024,34	2.882.165,80	3.055.095,75	3.238.401,49	3432705,58
4. Derivados					
5. Otros activos financieros	1050000	1102500	1157625	1215506,25	1276281,563
6. Otras inversiones					
<b>VI Periodificaciones a corto plazo</b>	<b>73197,77249</b>	<b>77149,67678</b>	<b>81314,94204</b>	<b>85705,08749</b>	<b>90332,25429</b>
<b>VII Efectivo y otros activos líquidos equivalentes</b>	<b>10668312,42</b>	<b>13905194,56</b>	<b>18124182</b>	<b>23623256,16</b>	<b>30790809,31</b>
1. Tesorería	10668312,42	13905194,56	18124182	23623256,16	30790809,31
2. Otros activos líquidos equivalentes	6711669,858	8748063,573	11402321,31	14861909,75	19371175
<b>Total activo (A + B)</b>	<b>103693867,1</b>	<b>117635897,7</b>	<b>137136679,1</b>	<b>164301782,3</b>	<b>202127911</b>

Fuente: Elaboración propia.

El Activo corriente se mantiene bastante estable durante el periodo 2008-2012, salvo en el 2010 donde un exceso de cuentas a cobrar, hace que se superen los estándares seguidos hasta esa fecha. A partir de 2013, esta partida tiene que ser reducida ya que representa casi la mitad de estos activos corrientes. Por otro lado especial consideración a las existencias que posee la empresa, porque es necesario que no se disparen para evitar productos no vendidos y almacenados que lo único que producen son costes a la empresa.

A continuación se desglosa el patrimonio neto y los pasivos corriente y no corriente, sus progresiones y respectivas proyecciones.

Figura 3. Patrimonio Neto.

<b>A) Patrimonio neto</b>	47.775.134	54.707.633	16.343.164	18.429.214	14.923.942
<b>A-1) Fondos propios</b>	<b>46.816.144</b>	<b>53.814.926</b>	<b>15.515.642</b>	<b>17.663.651</b>	<b>14.277.166</b>
I Capital	525.875	525.875	420.700	420.700	420.700
1. Capital escriturado	525.875	525.875	420.700	420.700	420.700
2. (Capital no exigido)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
II Prima de emisión	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
III Reservas	37.576.764	46.290.269	2.706.277	15.094.942	17.242.951
1. Legal y estatutarias	146.654	146.654	125.617	125.617	84.140
2. Otras reservas	37.430.110	46.143.615	2.580.660	14.969.325	17.158.811
IV (Acciones y participaciones	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
V Resultados de ejercicios	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1. Remanente	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2. (Resultados negativos de	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
VI Otras aportaciones de socios	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
VII Resultado del ejercicio	8.713.505	6.998.781	12.388.665	2.148.008	-3.386.485
VIII (Dividendo a cuenta)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
IX Otros instrumentos de	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>A-2) Ajustes por cambios de</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>2.366</b>	<b>n.d.</b>
I Activos financieros disponibles	n.d.	n.d.	n.d.	2.366	n.d.
II Operaciones de cobertura	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
III Activos no corrientes y	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
IV Diferencia de conversión	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
V Otros	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>A-3) Subvenciones,</b>	<b>958.990</b>	<b>892.708</b>	<b>827.522</b>	<b>763.198</b>	<b>646.776</b>

Fuente: Elaboración propia.

Figura 3.1. Progresión del Patrimonio Neto

	Variacion %	Variacion %	Variacion %	Variacion %	Variacion media
	2008-2009	2009-2010	2010-2011	2011-2012	
<b>A) Patrimonio neto</b>					
<b>A-1) Fondos propios</b>					
I Capital	0,00%		0,00%	0,00%	0,00%
1. Capital escriturado	0,00%		0,00%	0,00%	0,00%
2. (Capital no exigido)					
II Prima de emisión					
III Reservas	23,19%	-94,15%	457,78%	14,23%	28,76%
1. Legal y estatutarias	0,00%	-14,34%	0,00%	-33,02%	-11,84%
2. Otras reservas	23,28%	-94,41%	480,06%	14,63%	31,06%
IV (Acciones y participaciones en patrimonio propias)					
V Resultados de ejercicios anteriores					
1. Remanente					
2. (Resultados negativos de ejercicios anteriores)					
VI Otras aportaciones de socios					
VII Resultado del ejercicio	-19,68%	77,01%	-82,66%	-257,66%	-25,89%
VIII (Dividendo a cuenta)					
IX Otros instrumentos de patrimonio neto					
<b>A-2) Ajustes por cambios de valor</b>					
I Activos financieros disponibles para la venta					
II Operaciones de cobertura					
III Activos no corrientes y pasivos vinculados, mantenidos para la venta					
IV Diferencia de conversión					
V Otros					
<b>A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos</b>	-6,91%	-7,30%	-7,77%	-15,25%	-9,31%

Fuente: Elaboración propia.

### 3.2. Proyección del Patrimonio Neto.

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>A) Patrimonio neto</b>	<b>21059184,06</b>	<b>28629113,59</b>	<b>38205745,56</b>	<b>50505550,12</b>	<b>66442948,4</b>
<b>A-1) Fondos propios</b>	<b>21059184,06</b>	<b>28629113,59</b>	<b>38205745,56</b>	<b>50505550,12</b>	<b>66442948,4</b>
I Capital	420.700,00	420.700,00	420.700,00	420.700,00	420700
1. Capital escriturado	420.700,00	420.700,00	420.700,00	420700	420700
2. (Capital no exigido)					
II Prima de emisión					
III Reservas	22.561.720,39	29.536.527,60	38.681.154,87	50669001,76	66382647,4
1. Legal y estatutarias	74.177,12	65.393,93	57.650,74	50824,41008	44806,3747
2. Otras reservas	22.487.543,27	29.471.133,68	38.623.504,13	50618177,35	66337841,1
IV (Acciones y participaciones en patrimonio propias)					
V Resultados de ejercicios anteriores					
1. Remanente					
2. (Resultados negativos de ejercicios anteriores)					
VI Otras aportaciones de socios					
VII Resultado del ejercicio	- 2.509.795,80	- 1.860.063,04	- 1.378.532,27	-1021659,582	-757173,642
VIII (Dividendo a cuenta)					
IX Otros instrumentos de patrimonio neto					
<b>A-2) Ajustes por cambios de valor</b>					
I Activos financieros disponibles para la venta					
II Operaciones de cobertura					
III Activos no corrientes y pasivos vinculados, mantenidos para la venta					
IV Diferencia de conversión					
V Otros					
<b>A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos</b>	<b>586.559,48</b>	<b>531.949,02</b>	<b>482.422,97</b>	<b>437507,9358</b>	<b>396774,629</b>

Fuente: Elaboración propia.

El Patrimonio Neto sufre una gran caída en el año 2010, producida por la caída en sus reservas voluntarias, las cuales son utilizadas más adelante en otros tipos de pasivos financieros, pasando de un patrimonio neto inicial en 2008 cercano a los 55 millones, para acabar en 2012 con un patrimonio que no llega a los 15 millones. Sin duda es una inversión de externalización de recursos, la cual habrá que analizar más adelante y estudiar su viabilidad.

## 5. Los pasivos:

Figura 4: Pasivo No Corriente

<b>B) Pasivo no corriente</b>	<b>9.225.273</b>	<b>8.810.752</b>	<b>56.771.237</b>	<b>60.110.438</b>	<b>45.177.774</b>
I Provisiones a largo plazo	n.d.	n.d.	n.d.	384.045	438.467
1. Obligaciones por	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2. Actuaciones	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
3. Provisiones por	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
4. Otras provisiones	n.d.	n.d.	n.d.	384.045	438.467
II Deudas a largo plazo	8.585.844	6.280.848	56.349.696	58.964.318	44.070.033
1. Obligaciones y otros valores	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2. Deudas con entidades de	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
3. Acreedores por	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
4. Derivados	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
5. Otros pasivos financieros	8.585.844	6.280.848	56.349.696	58.964.318	44.070.033
III Deudas con empresas del	n.d.	2.000.000	n.d.	n.d.	n.d.
IV Pasivos por impuesto diferido	639.429	529.904	421.541	762.076	669.275
V Periodificaciones a largo plazo	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
VI Acreedores comerciales no	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
VII Deuda con características	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Fuente: Elaboración propia



Figura 4.1 Progresión Pasivo No Corriente

	Variacion % 2008-2009	Variacion % 2009-2010	Variacion % 2010-2011	Variacion % 2011-2012	Variacion media
<b>B) Pasivo no corriente</b>					
<b>I Provisiones a largo plazo</b>					
1. Obligaciones por prestaciones a largo plazo al personal					
2. Actuaciones medioambientales					
3. Provisiones por reestructuración					
4. Otras provisiones				14,17%	14,17%
<b>II Deudas a largo plazo</b>					
1. Obligaciones y otros valores negociables					
2. Deudas con entidades de crédito					
3. Acreedores por arrendamiento financiero					
4. Derivados					
5. Otros pasivos financieros	-26,85%		4,64%	-25,26%	-15,82%
<b>III Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo</b>					
<b>IV Pasivos por impuesto diferido</b>	-17,13%	-20,45%	80,78%	-12,18%	7,76%
<b>V Periodificaciones a largo plazo</b>					
<b>VI Acreedores comerciales no corrientes</b>					
<b>VII Deuda con características especiales a largo plazo</b>					

Fuente: Elaboración propia

Figura 4.2. Proyección Pasivo No Corriente

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>B) Pasivo no corriente</b>	<b>38319018,54</b>	<b>32576339,2</b>	<b>27776739,78</b>	<b>23775043,49</b>	<b>20449550,2</b>
<b>I Provisiones a largo plazo</b>	<b>500600,9743</b>	<b>571540,0079</b>	<b>652531,6517</b>	<b>745000,4385</b>	<b>850572,768</b>
1. Obligaciones por prestaciones a largo plazo al personal					
2. Actuaciones medioambientales					
3. Provisiones por reestructuración					
4. Otras provisiones	500.600,97	571.540,01	652531,6517	745000,4385	850572,768
<b>II Deudas a largo plazo</b>	<b>37.097.227,32</b>	<b>31.227.666,43</b>	<b>26286793,4</b>	<b>22127670,32</b>	<b>18626607,9</b>
1. Obligaciones y otros valores negociables					
2. Deudas con entidades de crédito					
3. Acreedores por arrendamiento financiero					
4. Derivados					
5. Otros pasivos financieros	37.097.227,32	31.227.666,43	26286793,4	22127670,32	18626607,9
<b>III Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo</b>					
<b>IV Pasivos por impuesto diferido</b>	<b>721.190,25</b>	<b>777.132,76</b>	<b>837414,7222</b>	<b>902372,7349</b>	<b>972369,522</b>
<b>V Periodificaciones a largo plazo</b>					
<b>VI Acreedores comerciales no corrientes</b>					
<b>VII Deuda con características especiales a largo plazo</b>					

Fuente: Elaboración propia

Los pasivos no corrientes se tratan del grupo más importante de las exigibilidades de este balance. En él se puede comprobar como la deuda a largo plazo se dispara (en su mayoría por el cargo a reservas voluntarias que tenía la empresa), representando prácticamente la totalidad de los pasivos a largo plazo. Interesaría poder analizar de donde proviene esta financiación y que repercusiones puede traer. De todas maneras se prevé un crecimiento cada vez menor.

## Pasivo corriente

Figura 5: Pasivo Corriente

<b>C) Pasivo corriente</b>	<b>30.277.977</b>	<b>28.449.826</b>	<b>28.964.465</b>	<b>20.312.073</b>	<b>33.726.752</b>
<b>I Pasivos vinculados con</b>	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>II Provisiones a corto plazo</b>	1.137.954	2.213.008	3.501.481	1.955.097	1.826.679
<b>III Deudas a corto plazo</b>	2.315.456	2.780.439	1.967.465	1.741.970	16.940.387
1. Obligaciones y otros valores	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2. Deudas con entidades de	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
3. Acreedores por	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
4. Derivados	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
5. Otros pasivos financieros	2.315.456	2.780.439	1.967.465	1.741.970	16.940.387
<b>IV Deudas con empresas del</b>	373.722	43.538	71.363	4.110	4.110
<b>V Acreedores comerciales y</b>	<b>26.443.126</b>	<b>23.412.841</b>	<b>23.392.131</b>	<b>16.595.464</b>	<b>14.945.041</b>
1. Proveedores	8.848.677	9.538.658	8.114.174	4.515.813	4.830.025
a) Proveedores a largo plazo	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
b) Proveedores a corto plazo	8.848.677	9.538.658	8.114.174	4.515.813	4.830.025
2. Proveedores, empresas del	462.228	389.948	435.450	434.896	552.611
3. Acreedores varios	7.926.414	7.485.825	8.089.510	5.635.468	4.357.315
4. Personal (remuneraciones)	3.770.505	4.638.451	5.491.276	4.888.585	4.313.832
5. Pasivos por impuesto	3.782.939	249.298	100.683	n.d.	n.d.
6. Otras deudas con las	1.652.364	1.110.662	1.161.038	1.120.702	891.258
7. Anticipos de clientes	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>VI Periodificaciones a corto</b>	<b>7.719</b>	<b>n.d.</b>	<b>32.024</b>	<b>15.432</b>	<b>10.535</b>
<b>VII Deuda con</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>

Fuente: Elaboración propia

Figura 5.1: Progresión del Pasivo Corriente

	Variacion % 2008-2009	Variacion % 2009-2010	Variacion % 2010-2011	Variacion % 2011-2012	Variacion media
C) Pasivo corriente					
I Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta					
II Provisiones a corto plazo	94,47%	58,22%	-44,16%	-6,57%	25,49%
III Deudas a corto plazo	20,08%	-29,24%	-11,46%		-0,13%
1. Obligaciones y otros valores negociables					
2. Deudas con entidades de crédito					
3. Acreedores por arrendamiento financiero					
4. Derivados					
5. Otros pasivos financieros	20,08%	-29,24%	-11,46%		-6,87%
IV Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo	-88,35%	63,91%	-94,24%	0,00%	-29,67%
V Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar					
1. Proveedores	7,80%	-14,93%	-44,35%	6,96%	-11,13%
a) Proveedores a largo plazo					
b) Proveedores a corto plazo	7,80%	-14,93%	-44,35%	6,96%	-11,13%
2. Proveedores, empresas del grupo y asociadas	-15,64%	11,67%	-0,13%	27,07%	5,74%
3. Acreedores varios	-5,56%	8,06%	-30,34%	-22,68%	-12,63%
4. Personal (remuneraciones pendientes de pago)	23,02%	18,39%	-10,98%	-11,76%	4,67%
5. Pasivos por impuesto corriente					
6. Otras deudas con las Administraciones Públicas	-32,78%	4,54%	-3,47%	-20,47%	-4,90%
7. Anticipos de clientes					
VI Periodificaciones a corto plazo			-51,81%	-31,73%	-35,75%
VII Deuda con características especiales a corto plazo					

Fuente: Elaboración propia.

Figura 5.2.: Proyección del Pasivo Corriente

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>C) Pasivo corriente</b>	<b>32124681,86</b>	<b>30865724,42</b>	<b>29959050,18</b>	<b>29424005,5</b>	<b>29291759,8</b>
<i>I Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta</i>					
<i>II Provisiones a corto plazo</i>	<b>2.292.312,81</b>	<b>2.876.640,85</b>	<b>3609918,567</b>	<b>4530114,374</b>	<b>5684875,12</b>
<i>III Deudas a corto plazo</i>	<b>15.776.101,77</b>	<b>14691836,03</b>	<b>13682090,11</b>	<b>12741742,37</b>	<b>11866023,2</b>
1. Obligaciones y otros valores negociables					
2. Deudas con entidades de crédito					
3. Acreedores por arrendamiento financiero					
4. Derivados					
5. Otros pasivos financieros	15.776.101,77	14691836,03	13682090,11	12741742,37	11866023,2
<i>IV Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo</i>	<b>2.890,40</b>	<b>2032,812667</b>	<b>1429,671375</b>	<b>1005,483817</b>	<b>707,153913</b>
<i>V Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar</i>	<b>14.046.607,77</b>	<b>13290865,41</b>	<b>12662817,29</b>	<b>12149347,7</b>	<b>11739000,6</b>
1. Proveedores	4.292.384,94	3814590,893	3389981,064	3012635,415	2677292,87
a) Proveedores a largo plazo					
b) Proveedores a corto plazo	<b>4.292.384,94</b>	<b>3814590,893</b>	<b>3389981,064</b>	<b>3012635,415</b>	<b>2677292,87</b>
2. Proveedores, empresas del grupo y asociadas	584.347,45	617.906,13	653392,0603	690915,9261	730594,762
3. Acreedores varios	<b>3.807.086,99</b>	<b>3.326.340,16</b>	2906300,51	2539302,129	2218647,14
4. Personal (remuneraciones pendientes de pago)	4.515.211,14	4.725.991,19	4946610,929	5177529,682	5419228,23
5. Pasivos por impuesto corriente					
6. Otras deudas con las Administraciones Públicas	847.577,25	806.037,03	766532,7294	728964,5519	693237,611
7. Anticipos de clientes					
<i>VI Periodificaciones a corto plazo</i>	<b>6.769,10</b>	<b>4.349,31</b>	<b>2794,540915</b>	<b>1795,560794</b>	<b>1153,69167</b>
<i>VII Deuda con características especiales a corto plazo</i>					

Fuente: Elaboración propia.

Tras prever unas progresiones en general negativas de los pasivos corrientes de la empresa, lo que implicaría una reducción de los pasivos (un nada desdeñable plan para su actividad), las partidas más importantes como las procedentes de las propias de la actividad (proveedores y acreedores varios) se van a ver suavemente reducidas, lo que limita el saneamiento de la entidad. Seguir por este camino y reducir cada vez más los pasivos es la idea de seguridad que sumado a una mejora en Cash Flows, la empresa empezara a tener estabilidad.

A continuación se detalla la cuenta del Pérdidas y Ganancias.

Ésta seguirá el mismo sistema de progresión y proyección que el Balance de Situación.

Figura 6: Resultado de explotación (Cuenta PyG)

Cuenta de pérdidas y	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012
<b>A) Operaciones continuadas</b>	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR
<b>1. Importe neto de la cifra</b>	127.942.504	135.178.463	137.197.171	112.314.840	105.569.165
a) Ventas	126.476.937	134.359.972	136.349.230	111.343.309	104.672.295
b) Prestaciones de servicios	1.465.567	818.491	847.941	971.531	896.870
<b>2. Variación de existencias</b>	-337.183	313.825	-62.892	490.262	-457.744
<b>3. Trabajos realizados por la</b>	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>4. Aprovisionamientos</b>	-39.553.379	-42.473.333	-43.970.943	-38.124.307	-32.639.489
a) Consumo de mercaderías	-23.930.017	-25.288.981	-27.287.258	-20.733.962	-14.504.463
b) Consumo de materias	-14.840.511	-15.234.536	-15.143.398	-14.785.588	-15.351.288
c) Trabajos realizados por otras	-1.571.393	-1.696.998	-1.575.739	-1.923.633	-2.997.935
d) Deterioro de mercaderías,	788.542	-252.818	35.451	-681.124	214.197
<b>5. Otros ingresos de</b>	2.387.326	317.795	690.326	1.089.315	1.079.129
a) Ingresos accesorios y otros	2.311.822	274.113	637.698	1.046.374	1.041.440
b) Subvenciones de explotación	75.504	43.681	52.627	42.941	37.689
<b>6. Gastos de personal</b>	-30.689.908	-33.330.755	-35.086.574	-32.305.811	-35.214.920
a) Sueldos, salarios y	-24.444.991	-26.777.119	-28.676.294	-26.370.262	-29.849.340
b) Cargas sociales	-6.244.917	-6.553.636	-6.410.280	-5.935.549	-5.365.580
c) Provisiones	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>7. Otros gastos de</b>	-46.017.482	-47.761.415	-44.462.758	-41.204.550	-37.716.565
a) Servicios exteriores	-43.019.305	-46.934.439	-43.776.257	-40.341.901	-36.867.704
b) Tributos	-1.654.324	-765.320	-714.740	-535.552	-693.753
c) Pérdidas, deterioro y	-1.343.853	-61.656	28.238	-327.097	-155.108
d) Otros gastos de gestión	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>8. Amortización del</b>	-3.436.763	-3.327.730	-3.186.668	-3.125.168	-3.545.010
<b>9. Imputación de</b>	97.785	94.688	93.122	91.892	216.790
<b>10. Excesos de provisiones</b>	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>11. Deterioro y resultado</b>	10.105	8.698	-152.009	-178.714	-692.426
a) Deterioro y pérdidas	11.422	8.990	7.221	76.482	-670.755
b) Resultados por	-1.317	-292	-159.230	-255.196	-21.671
<b>12. Diferencia negativa de</b>	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>13. Otros resultados</b>	n.d.	n.d.	36.937	32.770	3.500
<b>A1) Resultado de explotación</b>	<b>10.403.006</b>	<b>9.020.235</b>	<b>11.095.712</b>	<b>-919.471</b>	<b>-3.397.569</b>

Fuente: Elaboración propia.

Figura 6.1: Progresión del resultado de explotación

	Variacion %	Variacion %	Variacion %	Variacion %	Variacion media
	2008-2009	2009-2010	2010-2011	2011-2012	
1. Importe neto de la cifra de negocios					
a) Ventas		1,48%	-18,34%	-5,99%	-4,15%
b) Prestaciones de servicios		3,60%	14,58%	-7,68%	-8,42%
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación					
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo					
4. Aprovisionamientos					
a) Consumo de mercaderías		7,90%	-24,02%	-30,04%	-10,12%
b) Consumo de materias primas y otras materias consumibles		<b>-0,60%</b>	<b>-2,36%</b>	<b>3,83%</b>	<b>0,88%</b>
c) Trabajos realizados por otras empresas		-7,15%	22,08%	55,85%	15,84%
d) Deterioro de mercaderías, materias primas y otros aprovisionamientos		114,02%		131,45%	37,80%
5. Otros ingresos de explotación					
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente		<b>132,64%</b>	<b>64,09%</b>	<b>-0,47%</b>	<b>27,03%</b>
b) Subvenciones de explotación incorporadas al resultado del ejercicio		20,48%	-18,41%	-12,23%	-13,08%
6. Gastos de personal					
a) Sueldos, salarios y asimilados		<b>7,09%</b>	<b>-8,04%</b>	<b>13,19%</b>	<b>5,45%</b>
b) Cargas sociales		<b>-2,19%</b>	<b>-7,41%</b>	<b>-9,60%</b>	<b>-3,56%</b>
c) Provisiones					
7. Otros gastos de explotación					
a) Servicios exteriores		<b>-6,73%</b>	<b>-7,85%</b>	<b>-8,61%</b>	<b>-3,52%</b>
b) Tributos		<b>-6,61%</b>	<b>-25,07%</b>	<b>29,54%</b>	<b>-13,97%</b>
c) Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales		<b>145,80%</b>	<b>-1258,34%</b>	<b>-52,58%</b>	<b>-51,04%</b>
d) Otros gastos de gestión corriente					
8. Amortización del inmovilizado					
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras					
10. Excesos de provisiones					
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado					
a) Deterioro y pérdidas		-19,68%	959,17%	-977,02%	-14,70%
b) Resultados por enajenaciones y otras			60,27%	-91,51%	-36,36%
12. Diferencia negativa de combinaciones de negocio					
13. Otros resultados					
A1) Resultado de explotación (1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12 + 13)					

Fuente: Elaboración propia.

Figura 6.2: Proyección del resultado de explotación

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>1. Importe neto de la cifra de negocios</b>	<b>101.145.159,71</b>	<b>96.908.162,72</b>	<b>92.850.134,17</b>	<b>88.963.391,03</b>	<b>85.240.590,34</b>
a) Ventas	100.323.769,39	96.155.899,53	92.161.180,45	88.332.418,75	84.662.719,85
b) Prestaciones de servicios	821.390,32	752.263,19	688.953,72	630.972,28	577.870,49
<b>2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabri</b>	<b>- 695.095,82</b>	<b>- 1.055.521,62</b>	<b>- 1.602.837,85</b>	<b>- 2.433.952,19</b>	<b>- 3.696.021,58</b>
<b>3. Trabajos realizados por la empresa para su activo</b>					
<b>4. Aprovisionamientos</b>	<b>- 31.700.607,90</b>	<b>- 30.956.068,49</b>	<b>- 30.391.190,25</b>	<b>- 29.990.326,93</b>	<b>-29.735.357,78</b>
a) Consumo de mercaderías	- 13.036.604,37	- 11.717.294,08	- 10.531.498,60	- 9.465.706,15	- 8.507.772,39
b) Consumo de materias primas y otras materias consumibles	- 15.486.380,66	- 15.622.662,41	- 15.760.143,46	- 15.898.834,35	-16.038.745,74
c) Trabajos realizados por otras empresas	- 3.472.791,93	- 4.022.863,30	- 4.660.062,98	- 5.398.191,63	- 6.253.235,85
d) Deterioro de mercaderías, materias primas y otros aprovisionamientos	295.169,06	406.751,30	560.514,79	772.405,21	1.064.396,19
<b>5. Otros ingresos de explotación</b>	<b>1.355.680,65</b>	<b>1.708.954,97</b>	<b>2.159.430,02</b>	<b>2.733.152,55</b>	<b>3.463.238,56</b>
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente	1.322.919,64	1.680.477,69	2.134.676,35	2.711.635,60	3.444.535,10
b) Subvenciones de explotación incorporadas al resultado del ejercicio	32.761,01	28.477,28	24.753,67	21.516,96	18.703,46
<b>6. Gastos de personal</b>	<b>- 36.649.366,94</b>	<b>- 38.179.159,33</b>	<b>- 39.808.875,90</b>	<b>- 41.543.366,78</b>	<b>-43.387.767,35</b>
a) Sueldos, salarios y asimilados	- 31.474.966,56	- 33.189.126,84	- 34.996.642,10	- 36.902.596,58	-38.912.351,38
b) Cargas sociales	- 5.174.400,37	- 4.990.032,50	- 4.812.233,79	- 4.640.770,19	- 4.475.415,97
c) Provisiones					
<b>7. Otros gastos de explotación</b>	<b>- 36.242.272,15</b>	<b>- 34.867.630,49</b>	<b>- 33.568.521,73</b>	<b>- 32.331.670,31</b>	<b>-31.149.234,88</b>
a) Servicios exteriores	- 35.569.483,67	- 34.316.977,60	- 33.108.575,94	- 31.942.725,66	-30.817.928,39
b) Tributos	- 596.840,00	- 513.464,84	- 441.736,71	- 380.028,60	- 326.940,76
c) Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales	- 75.948,48	- 37.188,05	- 18.209,07	- 8.916,04	- 4.365,73
d) Otros gastos de gestión corriente					
<b>8. Amortización del inmovilizado</b>	<b>- 3.581.281,53</b>	<b>- 3.617.924,66</b>	<b>- 3.654.942,73</b>	<b>- 3.692.339,56</b>	<b>- 3.730.119,02</b>
<b>9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras</b>	<b>287.124,75</b>	<b>380.279,27</b>	<b>503.656,77</b>	<b>667.062,76</b>	<b>883.484,07</b>
<b>10. Excesos de provisiones</b>					
<b>11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado</b>	<b>- 585.921,51</b>	<b>- 496.783,52</b>	<b>- 421.837,83</b>	<b>- 358.602,88</b>	<b>- 305.105,53</b>
a) Deterioro y pérdidas	- 572.129,83	- 488.006,17	- 416.251,71	- 355.047,74	- 302.842,96
b) Resultados por enajenaciones y otras	- 13.791,68	- 8.777,35	- 5.586,12	- 3.555,14	- 2.262,58
<b>12. Diferencia negativa de combinaciones de negocio</b>					
<b>13. Otros resultados</b>	<b>1.739,49</b>	<b>864,53</b>	<b>429,67</b>	<b>213,54</b>	<b>106,13</b>
<b>A1) Resultado de explotación (1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7 + 8 + 9 + 10 + 11)</b>	<b>- 6.664.841,24</b>	<b>- 10.174.826,64</b>	<b>- 13.934.555,65</b>	<b>- 17.986.438,75</b>	<b>-22.416.187,05</b>

Fuente: Elaboración propia.

De este extracto se obtienen las partidas más importantes que más tarde serán utilizadas en el cómputo de los Flujos de Caja. Ejemplo de ello son las Ventas (partida que decrecerá un 15% para 2017) o partidas como aprovisionamientos u otros gastos de explotación que reflejaran valores 6% y 15% menores respectivamente, o como gastos de personal el cual está previsto que crezca conforme vayan pasando los años. Con respecto a estas primeras partidas, cabe decir, que el descenso en las ventas, no se vera contrarrestado con un mismo porcentaje de descenso en los gastos, por lo que ya de primeras augura un pequeño mal presentimiento en el seno de la empresa.

En definitiva, esta afirmación se puede contrastar con el resultado de explotación el cual es en todos y cada uno de los años, negativo.

Figura 7: Resultado del ejercicio

14. Ingresos financieros	548.979	60.206	5.071.614	4.948.475	492.608
a) De participaciones en	n.d.	n.d.	5.000.000	4.600.000	n.d.
a) En empresas del grupo y	n.d.	n.d.	5.000.000	4.600.000	n.d.
b) En terceros	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
b) De valores negociables y	548.979	60.206	71.614	348.475	492.608
a) De empresas del grupo y	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
b) De terceros	548.979	60.206	71.614	348.475	492.608
c) Imputación de subvenciones,	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
15. Gastos financieros	-431.069	-516.646	-477.388	-1.903.958	-2.030.109
a) Por deudas con empresas	-414.235	-110.976	-9.819	n.d.	-13.763
b) Por deudas con terceros	-16.834	-405.670	-467.569	-1.903.958	-2.016.346
c) Por actualización de	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
16. Variación de valor razonable	n.d.	131.076	67.559	157.083	45.592
a) Cartera de negociación y	n.d.	131.076	67.559	157.083	n.d.
b) Imputación al resultado del	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	45.592
17. Diferencias de cambio	70.729	-55.866	-1.026.171	-1.528.684	-406.364
18. Deterioro y resultado por	-4.790	-2.184	-8.664	-4.318	4.430
a) Deterioros y pérdidas	-4.790	-2.184	-8.664	-4.318	4.430
b) Resultados por	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>A2) Resultado financiero (14</b>	<b>183.849</b>	<b>-383.414</b>	<b>3.626.949</b>	<b>1.668.598</b>	<b>-1.893.843</b>
<b>A3) Resultado antes de</b>	<b>10.586.855</b>	<b>8.636.821</b>	<b>14.722.660</b>	<b>749.127</b>	<b>-5.291.413</b>
19. Impuestos sobre beneficios	-1.873.350	-1.638.040	-2.333.995	1.398.882	1.904.928
<b>A4) Resultado del ejercicio</b>	<b>8.713.505</b>	<b>6.998.781</b>	<b>12.388.665</b>	<b>2.148.008</b>	<b>-3.386.485</b>
<b>B) Operaciones interrumpidas</b>					
20. Resultado del ejercicio	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
<b>A5) Resultado del ejercicio</b>	<b>8.713.505</b>	<b>6.998.781</b>	<b>12.388.665</b>	<b>2.148.008</b>	<b>-3.386.485</b>

Fuente: Elaboración propia. Datos SABI.

Figura 7.1: Progresión del resultado del ejercicio

	Variacion % 2008-2009	Variacion % 2009-2010	Variacion % 2010-2011	Variacion % 2011-2012	Variacion media
14. Ingresos financieros	-89,03%	8323,71%	-2,43%	-90,05%	23,34%
a) De participaciones en instrumentos de patrimonio			-8,00%		-8,00%
a) En empresas del grupo y asociadas			-8,00%		-8,00%
b) En terceros					
b) De valores negociables y otros instrumentos financieros	-89,03%	18,95%	386,60%	41,36%	89,47%
a) De empresas del grupo y asociadas					
b) De terceros	-89,03%	18,95%	386,60%	41,36%	89,47%
c) Imputación de subvenciones, donaciones y legados de carácter financiero					
15. Gastos financieros	19,85%	-7,60%	298,83%	6,63%	35,55%
a) Por deudas con empresas del grupo y asociadas	-73,21%	-91,15%		40,17%	-41,40%
b) Por deudas con terceros		15,26%	307,20%	5,90%	69,91%
c) Por actualización de provisiones					
16. Variación de valor razonable en instrumentos financieros		-48,46%	132,51%	-70,98%	4,36%
a) Cartera de negociación y otros		-48,46%	132,51%		42,03%
b) Imputación al resultado del ejercicio por activos financieros disponibles para la venta					
17. Diferencias de cambio	-178,99%	1736,86%	48,97%	-73,42%	-49,76%
18. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	-54,40%	296,68%	-50,16%	-202,59%	-2,62%
a) Deterioros y pérdidas	-54,40%	296,68%	-50,16%	-202,59%	-2,62%
b) Resultados por enajenaciones y otras					
A2) Resultado financiero (14 + 15 + 16 + 17 + 18)	-308,55%	-1045,96%	-53,99%	-213,50%	-405,50%
A3) Resultado antes de impuestos (A1 + A2)	-18,42%	70,46%	-94,91%	-806,34%	-212,30%
19. Impuestos sobre beneficios	-12,56%	42,49%	-159,94%	36,18%	-23,46%
A4) Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas (A3 + 19)	-19,68%	77,01%	-82,66%	-257,66%	-70,75%
B) Operaciones interrumpidas					
20. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos					
A5) Resultado del ejercicio (A4 + 20)	-19,68%	77,01%	-82,66%	-257,66%	-70,75%

Fuente: Elaboración propia.

Figura 7.2: Proyección del resultado del ejercicio

	2013	2014	2015	2016	2017	
<b>14. Ingresos financieros</b>		<b>933.344,66</b>	<b>1.768.407,74</b>	<b>3.350.601,39</b>	<b>6.348.383,05</b>	<b>12028278,7</b>
a) De participaciones en instrumentos de patrimonio						
a) En empresas del grupo y asociadas						
b) En terceros						
b) De valores negociables y otros instrumentos financieros		933.344,66	1.768.407,74	3.350.601,39	6.348.383,05	12028278,7
a) De empresas del grupo y asociadas						
b) De terceros		933.344,66	1.768.407,74	3.350.601,39	6.348.383,05	12028278,7
c) Imputación de subvenciones, donaciones y legados de carácter financiero						
<b>15. Gastos financieros</b>	-	<b>3.433.943,37</b>	<b>- 5.825.472,39</b>	<b>- 9.892.521,51</b>	<b>- 16.804.828,39</b>	<b>-28550475</b>
a) Por deudas con empresas del grupo y asociadas	-	8.065,27	- 4.726,39	- 2.769,75	- 1.623,12	-951,180602
b) Por deudas con terceros	-	3.425.878,10	- 5.820.746,00	- 9.889.751,76	- 16.803.205,27	-28549524,2
c) Por actualización de provisiones						
<b>16. Variación de valor razonable en instrumentos financieros</b>		<b>45.592,07</b>	<b>45.592,07</b>	<b>45.592,07</b>	<b>45.592,07</b>	<b>45592,07</b>
a) Cartera de negociación y otros						
b) Imputación al resultado del ejercicio por activos financieros disponibles para la venta		45.592,07	45.592,07	45.592,07	45.592,07	45592,07
<b>17. Diferencias de cambio</b>	-	<b>204.139,94</b>	<b>- 102.551,15</b>	<b>- 51.517,30</b>	<b>- 25.880,08</b>	<b>-13001,045</b>
<b>18. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros</b>		<b>4.313,78</b>	<b>4.200,88</b>	<b>4.090,93</b>	<b>3.983,86</b>	<b>3879,59442</b>
a) Deterioros y pérdidas		4.313,78	4.200,88	4.090,93	3.983,86	3879,59442
b) Resultados por enajenaciones y otras						
<b>A2) Resultado financiero (14 + 15 + 16 + 17 + 18)</b>	-	<b>2.654.832,79</b>	<b>- 4.109.822,85</b>	<b>- 6.543.754,41</b>	<b>- 10.432.749,49</b>	<b>-16485726,1</b>
<b>A3) Resultado antes de impuestos (A1 + A2)</b>	-	<b>9.319.674,03</b>	<b>- 14.284.649,49</b>	<b>- 20.478.310,07</b>	<b>- 28.419.188,24</b>	<b>-38901913,1</b>
<b>19. Impuestos sobre beneficios</b>		<b>3.355.116,89</b>	<b>5.142.526,29</b>	<b>7.372.266,85</b>	<b>10.231.012,17</b>	<b>14004831,6</b>
<b>A4) Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas (A3 + 19)</b>	-	<b>5.964.557,14</b>	<b>- 9.142.123,20</b>	<b>- 13.106.043,21</b>	<b>- 18.188.176,07</b>	<b>-24897081,5</b>
B) Operaciones interrumpidas						
<b>20. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos</b>						
<b>A5) Resultado del ejercicio (A4 + 20)</b>	-	<b>5.964.557,14</b>	<b>- 9.142.123,20</b>	<b>- 13.106.043,21</b>	<b>- 18.188.176,07</b>	<b>-24897081,5</b>

Fuente: Elaboración propia.

Como se puede ver en esta proyección de los cinco años siguientes, la partida más relevante a tener en cuenta es la de pérdidas estimadas que se pueden llegar a producir siguiendo esta tendencia. Sin duda, si no se revierte, la empresa caería en bancarrota profunda, y cerrando. Por otro lado, todavía tiene opciones de revertir esta situación; controlar los gastos financieros, y ofrecer medidas que no hagan que se disparen junto con impulsar la partida de ingresos financieros, puede dar una opción de recuperación en esta parte de las cuentas PyG.

## 4.2 Cálculo del CAPM y WACC.

El WACC, de las siglas en inglés *Weighted Average Cost of Capital*, también denominado coste promedio ponderado del capital (CPPC), es la tasa de descuento que se utiliza para descontar los flujos de caja futuros a la hora de valorar un proyecto de inversión.

Si el WACC es inferior a la rentabilidad sobre el capital invertido se habrá generado un valor económico agregado (EVA) para los accionistas. El WACC pondera los costos de cada una de las fuentes de capital, independientemente de que estas sean propias o de terceros:

$$WACC = K_e * E / (E + D) + K_d * D / (E + D) * (1 - T)$$

<b>WACC</b>	$r_p K_e + r_d K_d (1 - T)$	<b>8,25%</b>
-------------	-----------------------------	--------------



Dónde:

Ke: Costo de los Recursos Propios

E: Fondos Propios

D: Deuda Financiera

Kd: Coste de los Recursos Ajenos

T: Tasa Impositiva

Para estimar el coste del patrimonio (Ke) generalmente se utiliza el Capital Asset Pricing Model, o CAPM. Este modelo sirve para calcular el precio de un activo o una cartera de inversión y supone la existencia de una relación lineal entre el riesgo y la rentabilidad financiera del activo:

$$K_e = R_f + B \cdot (E(R_m) - R_f)$$

La tasa libre de riesgo (Rf) está asociada a la rentabilidad de un bono emitido por un Banco Central. Para este caso se ha tomado una letra del tesoro a 12 meses (2013-2014) con un tipo marginal del 1.52% emitido por el Tesoro Público por el hecho de hacerlo comparable con el periodo elegido en el análisis de la rentabilidad esperada del mercado (2013-2014) siguiendo el formato de previsión de los flujos de caja.

<b>rf</b>	<b>Letra del tesoro a 12 meses</b>	<b>1,520%</b>
-----------	------------------------------------	---------------

La rentabilidad esperada del mercado  $E[R_m]$  requiere de un modelo predictivo para obtener una estimación de la rentabilidad de las empresas que componen el mercado o sector a estudiar. (Al haber escogido un periodo corto relativo del mercado español (Ibex 35), se incurre en problemas corto placistas en la estimación, pero estimando los 4 años anteriores en la que la rentabilidad del mercado fue negativa (0.88%) bajo el supuesto de una recuperación económica y una tendencia alcista que invite a los inversores a un periodo de bonanza económica, se escoge este periodo alternativo con el fin de obtener rentabilidades superiores al de la rentabilidad del activo libre de riesgo (1.520%). A continuación, quedan recogidas los valores del mercado para estas 52 semanas y el resultado:

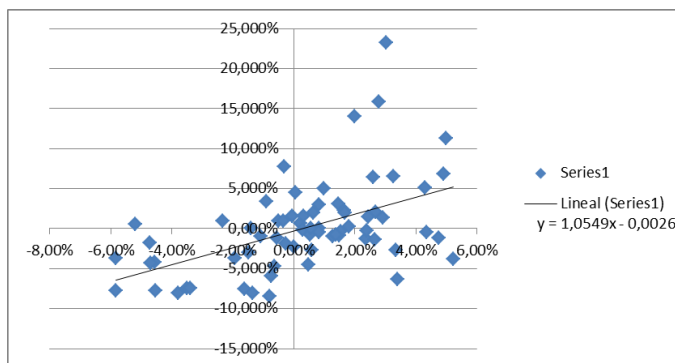
<b>Rm</b>	<b>18,539%</b>
-----------	----------------

29.12.2013	9798	9920.50	9953.50	9716.50	-1,09%
22.12.2013	9905	9690.50	9918.50	9650.50	2,35%
15.12.2013	9674,5	9269.50	9722.50	9269.50	4,30%
08.12.2013	9267	9416.50	9558.50	9245.50	-1,40%
01.12.2013	9397,5	9840.50	9850.50	9234.50	-4,55%
24.11.2013	9834,5	9735.50	9923.50	9656.50	1,66%
17.11.2013	9673	9673.50	9855.50	9462.50	-0,26%
10.11.2013	9698	9759.50	9824.50	9609.50	-0,49%
03.11.2013	9746	9868.50	10025.50	9618.50	-0,91%
27.10.2013	9835	9848.50	9978.50	9669.50	0,30%
20.10.2013	9806	10012.50	10061.50	9769.50	-1,93%
13.10.2013	9997	9643.50	10003.50	9617.50	3,34%
06.10.2013	9668,5	9368.50	9704.50	9302.50	2,59%
29.09.2013	9421,5	9056.50	9433.50	9046.50	2,00%
22.09.2013	9235	9168.50	9296.50	9062.50	0,82%
15.09.2013	9159,5	9000.50	9195.50	8912.50	2,40%
08.09.2013	8942,5	8620.50	8952.50	8570.50	3,25%
01.09.2013	8656,5	8363.50	8682.50	8334.50	4,35%
25.08.2013	8288	8669.50	8717.50	8275.50	-4,71%
18.08.2013	8687,5	8810.50	8817.50	8420.50	-1,50%
11.08.2013	8818,5	8736.50	8827.50	8633.50	0,97%
04.08.2013	8733,5	8601.50	8766.50	8450.50	1,80%
28.07.2013	8578	8384.50	8587.50	8350.50	2,66%
21.07.2013	8353	7961.50	8395.50	7913.50	4,98%
14.07.2013	7947	7834.50	7978.50	7703.50	1,28%
07.07.2013	7846	7925.50	8114.50	7799.50	-0,36%
30.06.2013	7874	7826.50	8038.50	7614.50	1,38%
23.06.2013	7766	7675.00	7940.50	7507.50	0,81%
16.06.2013	7703,5	8135.50	8208.50	7701.00	-4,72%
09.06.2013	8075,5	8263.50	8322.50	7959.50	-2,34%
02.06.2013	8266,5	8273.50	8431.50	8163.50	-0,64%
26.05.2013	8319,5	8301.50	8585.50	8296.50	0,63%
19.05.2013	8267	8597.50	8612.50	8213.50	-3,80%
12.05.2013	8587	8546.50	8594.50	8364.50	0,55%
05.05.2013	8540	8549.50	8670.50	8471.50	-0,06%
28.04.2013	8545	8328.50	8567.50	8288.50	2,91%
21.04.2013	8300	7993.50	8413.50	7930.50	4,75%
14.04.2013	7915	8055.50	8096.50	7746.50	-1,62%
07.04.2013	8044,5	7813.50	8181.50	7773.00	3,02%
31.03.2013	7805,5	7925.50	8057.50	7717.50	-1,36%
24.03.2013	7912	8430.50	8464.50	7799.50	-5,19%
17.03.2013	8333,5	8367.00	8531.50	8251.50	-3,39%
10.03.2013	8621	8609.50	8671.50	8436.50	-0,01%
03.03.2013	8621,5	8131.50	8640.50	8127.50	5,22%
24.02.2013	8183	8228.50	8402.50	7914.50	0,06%
17.02.2013	8178	8129.00	8275.50	7981.50	0,47%
10.02.2013	8140	8174.50	8344.50	8046.50	-0,33%
03.02.2013	8167	8220.50	8227.50	7901.50	-0,74%
27.01.2013	8228	8754.00	8756.50	8157.50	-5,84%
20.01.2013	8723	8628.50	8735.50	8576.50	1,45%
13.01.2013	8597	8698.50	8721.50	8519.50	-0,81%
06.01.2013	8666,5	8442.50	8678.50	8372.50	2,77%
30.12.2012	8429,5	8113.50	8447.50	8012.50	3,85%
23.12.2012	8111	8274.50	8357.50	8099.50	0,00%
					<b>18,54%</b>

Fuente: Elaboración propia (Datos del IBEX 35 obtenidos de Investing.com)

La beta ( $B_i$ ) determina el riesgo de mercado de un activo, en función, de la coyuntura y fluctuación del mercado. Este riesgo no puede eliminarse, ya que es inherente a la actividad operacional y financiera de la empresa. Suponiendo que la empresa tiene deuda en su estructura de capital, es necesario incorporar el riesgo financiero. Para ello debemos determinar primero una beta apalancada ( $b_e$ ):

1º **Tomamos dos empresas como referencia.** Para ello se han escogido Faes y Laboratorios ROVI, dos empresas que pertenecen al sector referencia de Lacer, y que ambas cotizan en bolsa, en el lugar donde cotizaría Lacer, en el hipotético caso de saliera a Bolsa. Por lo tanto, lo primero es calcular las betas de las empresas de referencia. Para ello, estimamos la Beta de cada una de las empresas gracias a extraer sus cotizaciones en bolsa durante el último año (2013) periodificado de manera semanal. A partir de ahí, y por medio de Excel y una gráfica de dispersión (a la cual se pide su ecuación lineal) se obtiene la Beta de cada una de las empresas. Ejemplo:



-Gráfico de correlación de las cotizaciones semanales de la empresa Faes junto a las cotizaciones del propio mercado (IBEX 35). Como se puede ver, 1.0549 es la beta de la empresa. Lo mismo ha de hacerse con la

empresa Laboratorios Rovi.

El resto de datos, la estimación de la Deuda como la estimación de los Fondos Propios, proceden de los Balances de Situación de las dos empresas recogidos en SABI. En cuanto al valor de Deuda, cabe recalcar que procede de la cantidad de deuda única y exclusivamente a Largo y Corto Plazo. En cuanto a la tasa de T de impuestos, atendiendo a los hechos sacados del Balance de Situación ya explicados, este tipo de empresas cotizan menos de lo normal debido a sus grandes deducciones por inversión en I+D. Para este caso se aplicara también el 18%:

BI Faes	1,0549	Recta regresion	BI Rovi	0,2033	Recta regresion
D Faes	51.513.000	Dato SABI	D Rovi	25.640.000	Dato SABI
FP Faes	181.176.000	Dateo SABI	FP Rovi	108.926.000	Dato SABI
t	0,18		t	0,18	
Bu Faes	0,8555		Bu Rovi	0,1704	

2º Calcular la beta apalancada de Lacer. Para ello, tras haber calculado la Beta desapalancada del sector, y atendiendo a sus capitalizaciones en el mercado de cada empresa (ROVI y FAES), se obtiene la beta media del sector, que se empleara para la estimación de la Beta apalancada (estructura financiera con deuda) de Lacer. Para ello, siguiendo el mismo criterio que en las dos empresas anteriores, se estima aplicando los datos obtenidos del SABI en cuanto a Deuda y Fondos Propios.

Bu media sector	0,5544		Bu Sector	0,5544	
Bu Faes*F.Capitalizacion	289.101.363,73		D Lacer	61.014.530	Dato 'SABI
Bu Rovi* R.Capitalizacion	45.158.119,74		FP Lacer	14.923.942	Dato SAB I
F.Cap.+R.Cap	602.951.000		t	0,18	
			BI Lacer	2,4128842	
			Beta Apalancada de Lacer		

Beta Lacer=2,4128

Se trata de una beta superior a 1 por lo que la acción sería muy sensible a los movimientos del mercado, es decir, cuando el mercado aumenta la prima de riesgo, el riesgo de la empresa aumenta en una proporción mayor a como lo ha hecho el mercado. Por el contrario si la beta fuera menor que 1, señala poca sensibilidad de la acción a las variaciones del mercado.

Los gestores de inversiones hablan de acciones “agresivas” a aquellas que amplifican cualquier movimiento del mercado, denominando “defensivas” aquellas que suavizan los movimientos del mercado. Las agresivas tienen betas superiores a 1 y las defensivas menores que 1.

El signo de la beta indica el sentido en el que se mueve el valor respecto del mercado: al ser positivo cabe decir que se mueve en el mismo sentido, es decir, cuando sube la rentabilidad del mercado sube la rentabilidad de estos valores y viceversa.

Como se puede apreciar en los extractos Excel del cálculo de la beta del sector tomando como referencia estas dos empresas, podemos ver como las tres betas (Rovi, Faes y sector al que pertenecen) son todas inferiores a 1, lo que quiere decir que estas empresas e incluso

el sector es poco sensible a movimientos del mercado. En cambio, fijándose en la Beta de Lacer, se puede comprobar cómo se dispara hasta aproximadamente los 2,40, con lo que mirando su estructura financiera, compuesta por un 65% de deuda y un 15% de recursos propios, podemos comprobar la razón o factor principal de influencia en el valor de la Beta.

Por lo tanto, aplicando todos los valores obtenidos, se calcula el costo de los Recursos Propios:

<b>Ke</b>	$R_f + B \cdot (R_m - R_f)$	<b>42,59%</b>
-----------	-----------------------------	---------------

Ahora, para determinar el coste de deuda (Kd) hay que tener en cuenta que el coste del pasivo de una empresa viene determinado más por la estructura financiera que por los mercados de capitales. Luego podemos partir de la hipótesis de que la financiación de cada proyecto obedece a la misma estructura que el conjunto de la empresa. Los datos han sido extraídos del Balance (Deuda financiera) y del PyG (Gastos Financieros).

<b>Kd</b>	Gastos financieros/Deuda de la empresa	<b>3,33%</b>
-----------	--	--------------

<b>Deuda financiera de 2012 Balance</b>	61.010.419,00
<b>Gastos financieros del 2012 PyG</b>	2.030.109,00

Por ultimo solo cabe recalcar el peso del capital aportado por los accionistas (rp) y la deuda financiera contraída:

<b>rd</b>	$D/(E+D)$	<b>65,03%</b>
<b>rp</b>	$E/(D+E)$	<b>15,22%</b>

Como interpretación añadida a este cálculo cabría decir que uno de los inconvenientes que posee el WACC, es que supone que la estructura de capital se mantiene constante, por lo que no contempla la posibilidad de que en el futuro la empresa reduzca o aumente su nivel de endeudamiento. El resultado podría ser ir cambiando cada año de WACC ajustándolo a las necesidades y cambios sufridos en el seno de la empresa.

### 4.3 Valor residual de la empresa.

Se trata del valor atribuido al negocio a partir del último período específicamente proyectado. En la práctica se suele calcular mediante la actualización de los flujos esperados a partir del final del horizonte temporal utilizado en las previsiones, con lo que se estaría considerando una renta infinita. El cálculo del Valor Residual obedece a la siguiente formula:

$$VR = \frac{FC_n * (1 + g)}{k - g}$$

Siendo:

VR = Valor Residual

FC = Flujo del último año proyectado.

g = Crecimiento del flujo a partir del año n. La tasa de crecimiento estable esperado (g) no puede ser superior a la tasa de crecimiento esperado de la economía en la que opera la empresa. g es la tasa de crecimiento esperado para los accionistas, que dependerá de la política de reinversión de beneficios. Los flujos de caja para los accionistas crecerán en función de la rentabilidad financiera esperada y de la política de reparto de dividendos.

A lo largo del tiempo han ido surgiendo distintas argumentaciones para llegar al valor de “g”, que van desde considerarla equivalente al importe de la inflación estimada, pasando por estimar el crecimiento histórico del PIB mundial en largos períodos de tiempo, hasta calcular “g” como el crecimiento del consumo a largo plazo para los productos del sector en que opera la empresa que queremos valorar. Al final, se trata de ser razonable y utilizar el sentido común. En la práctica, se suelen utilizar tasas de crecimiento “g” que oscilan **entre el 1%-3%.**

Para su determinación se considera que “g” vamos a suponer en este caso que obedece al crecimiento del PIB español cercano a un 2%.

El estimar el Valor Residual es esencial en la valoración, ya que este valor puede tener un peso grande en el valor total de la compañía.

Por lo tanto aplicando la formula con los datos disponibles, se obtiene:

Flujo de Caja Libre año 2017: -32.624.361

G=2%

WACC= 8.25%

**Valor Residual=-526.196.404**

El cómputo del Valor Residual demuestra que es negativo por lo que no tiene sentido darle un valor negativo residual a la empresa, debido a que el flujo de caja del último año es negativo. En este caso, lo que se hará es aplicárselo sobre un flujo de caja positivo explicado más adelante. Si en cualquier caso los flujos de caja son negativos, la empresa no tiene viabilidad, se procedería al cálculo del Valor Liquidativo de la empresa, al cual se le dedica una explicación más adelante.

#### **4.4 Cálculo de los flujos de Caja Libres.**

Lo primero de todo es calcular las Necesidades Operativas de Fondos de la empresa, las cuales se detallan en la siguiente tabla, para los próximos cinco años, los cuales habrá que tener en cuenta para el cómputo final de los Free Cash Flows. Las NOF son las inversiones netas necesarias en las operaciones corrientes que realiza la empresa, una vez deducida la financiación espontánea generada por las propias operaciones.

Para calcularlas es necesario conocer el periodo medio de maduración de la empresa: se trata del tiempo que transcurre entre el pago a los proveedores por la compra de existencias (materias primas, productos, etc.) y el cobro de las ventas a los clientes. Para ello los datos que se han aplicado para su cálculo provienen de la proyección del balance, los cuales están considerados como óptimos, tal y como se ha justificado en los ratios de la empresa (ya que como se ha argumentado antes se encontraba cercano a los plazos medios-óptimos del conjunto del sector).

- Para el apartado de Caja y Equivalentes, se han recogido los datos del Balance de Situación provenientes de la estimación de la caja disponible que tendrá la empresa (Activo Corriente).
- Para el apartado Cuentas a Cobrar, está recogido en la estimación de la partida clientes del Balance de Situación (Activo Corriente).
- Para el apartado de Inventario, se han empleado los datos recogidos en la estimación de las existencias del Balance de Situación (Activo Corriente).
- Y por último para el apartado de Acreedores, lo que se toma como referencia es la partida de Acreedores comerciales y cuentas a pagar por la empresa recogidos en el pasivo de la empresa.

Por último, en el cómputo de estos cálculos cabe decir que la última fila de la tabla 9 recoge las NOF de los futuros ejercicios de Lacer.

Tabla 9: Necesidades Operativas de Fondos.

<b>FMO= Activo circulante operativo - Obligaciones Operativas</b>							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
<b>Activo circulante Operativo</b>	<b>49.867.449,59</b>	<b>54.316.713,00</b>	<b>60.498.019,00</b>	<b>69.147.080,00</b>	<b>81.335.852,00</b>	<b>98.622.257,00</b>	
Caja y Equivalentes	8.184.918,90	11.863.975,00	17.196.738,00	24.926.536,00	36.130.816,00	52.371.332,00	
Cuentas a cobrar	26.603.125,69	26.937.818,00	27.307.431,00	27.705.408,00	28.126.869,00	28.568.196,00	
Inventario	15.079.405,00	15.514.920,00	15.993.850,00	16.515.136,00	17.078.167,00	17.682.729,00	
Otros activos circulantes	0,00						
<b>Obligaciones Operativas</b>	<b>14.945.041,17</b>	<b>14.046.608,00</b>	<b>13.290.865,00</b>	<b>12.662.817,00</b>	<b>12.149.348,00</b>	<b>11.739.001,00</b>	
Acreeedores	14.945.041,17	14.046.608,00	13.290.865,00	12.662.817,00	12.149.348,00	11.739.001,00	
<b>FMO Total</b>	<b>34.922.408,42</b>	<b>40.270.105,00</b>	<b>47.207.154,00</b>	<b>56.484.263,00</b>	<b>69.186.504,00</b>	<b>86.883.256,00</b>	
		<b>5.347.696,58</b>	<b>6.937.049,00</b>	<b>9.277.109,00</b>	<b>12.702.241,00</b>	<b>17.696.752,00</b>	

Fuente: Elaboración propia.

Para el cálculo de los flujos de caja, se ha procedido de la siguiente manera:

- Ventas brutas estimadas obtenidas de la proyección del PyG hecha anteriormente. Se trata de la principal fuente de ingreso para la empresa, la cual debe estar siempre mimada por la empresa para no perder competitividad.
- Las ventas, se ven minoradas por los costes que se le atribuyen a esas ventas como la adquisición de productos o la mano de obra necesaria para el proceso del producto, además de otros gastos directos atribuidos a las ventas (todos ellos recogidos en las partidas del PyG también).
- De ahí, obtenemos el beneficio bruto, al cual se le minoran las dotaciones a la amortización realizadas en cada periodo.
- Con lo cual se obtiene el resultado antes de intereses e impuestos. A esta partida, se ha decidido aplicarle el 18% de impuestos sobre el beneficio si los resultados son positivos, o el 36% de devolución si se trata de pérdidas.

Estos valores han sido computados en el balance anteriormente, donde se ha comprobado como este sector al ser pionero en innovación y desarrollo recibe una serie de ventajas estatales en cuanto al pago de impuestos se refiere, con lo cual debe hacer menores pagos a Hacienda, y si obtiene pérdidas en un periodo recibe un pago compensatorio del 36% sobre el importe. En este caso, al obtener unos Resultados negativos, se le aplicara el 36%. Y como se verá posteriormente, si estos resultados son positivos, se verán minorados por un 18%.

- Con ello, se obtiene el beneficio después de impuestos, a los que aplicar las compensaciones de amortización, y el incremento de las Necesidades Operativas de fondos, para obtener un Flujo de Caja Neto.



- Finalmente tras el cálculo del WACC, Valor Residual aplicado en el último año del periodo estudiado y computarlo junto al Flujo de Caja Neto, se obtiene el Flujo de Caja actualizado.

Tras computar hasta el Flujo de Caja Neto, debido a que son negativos, podemos concluir sin la necesidad de hacer ningún otro cálculo que el valor de la empresa acabara siendo cero, debido a que nadie querría invertir en ella. Por lo tanto a continuación, vamos a suponer distintas situaciones o variantes (análisis de sensibilidad) con el cual podamos obtener unos valores positivos y augurar un futuro cierto para la empresa.

Tabla 10: Cash Flows no actualizados (todos negativos).

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ventas brutas estimadas	105.569.165,00	101.145.160,00	96.908.163,00	92.850.134,00	88.963.391,00	85.240.590,00
<b>(Costes directos mat. Primas, mano de obra...)</b>						
Coste de mat. Primas	32.639.489,00	31.700.608,00	30.956.068,00	30.391.190,00	29.990.327,00	29.735.358,00
Coste de mano de obra	35.214.920,00	36.649.367,00	38.179.159,00	39.808.876,00	41.543.367,00	43.387.767,00
Otros gastos	37.716.565,49	36.242.272,00	34.867.630,00	33.568.522,00	32.331.670,00	31.149.235,00
<b>BENEFICIO BRUTO</b>	<b>-1.809,49</b>	<b>-3.447.087,00</b>	<b>-7.094.694,00</b>	<b>-10.918.454,00</b>	<b>-14.901.973,00</b>	<b>-19.031.770,00</b>
(Dotaciones del ejercicio a la amortizacion)	3.545.009,52	3.581.282,00	3.617.925,00	3.654.943,00	3.692.340,00	3.730.119,00
<b>BENEFICIO ANTES DE INT. E IMP.</b>	<b>-3.546.819,01</b>	<b>-7.028.369,00</b>	<b>-10.712.619,00</b>	<b>-14.573.397,00</b>	<b>-18.594.313,00</b>	<b>-22.761.889,00</b>
(Impuestos)	1.276.854,84	2.530.212,84	3.856.542,84	5.246.422,92	6.693.952,68	8.194.280,04
<b>BENEFICIO DESPUES DE IMPUESTOS</b>	<b>-2.269.964,17</b>	<b>-4.498.156,16</b>	<b>-6.856.076,16</b>	<b>-9.326.974,08</b>	<b>-11.900.360,32</b>	<b>-14.567.608,96</b>
Dotaciones del ejercicio a la amortizacion	3.545.009,52	3.581.282,00	3.617.925,00	3.654.943,00	3.692.340,00	3.730.119,00
(Incremento de necesidades del fondo de rotacion		5.347.696,58	6.937.049,00	9.277.109,00	12.702.241,00	17.696.752,00
Incremento Nuevas Inversiones (= DEA)	-3.545.009,52	-3.581.282,00	-3.617.925,00	-3.654.943,00	-3.692.340,00	-3.730.119,00
<b>FLUJO DE CAJA NETO</b>	<b>-2.269.964,17</b>	<b>-9.845.852,74</b>	<b>-13.793.125,16</b>	<b>-18.604.083,08</b>	<b>-24.602.601,32</b>	<b>-32.264.360,96</b>

Fuente: Elaboración propia.

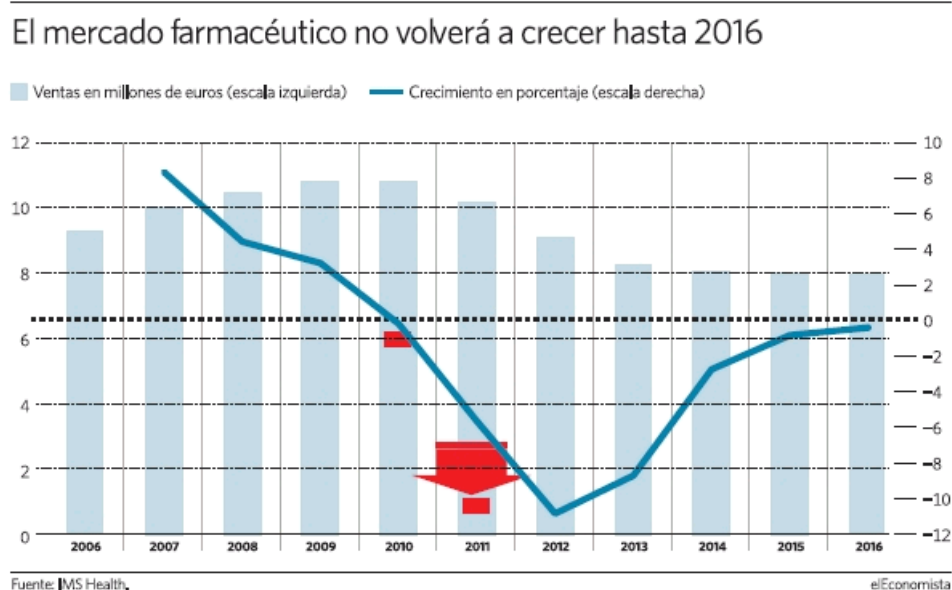
Valor actualizado de la empresa: **0 €**

Por lo tanto, a continuación debería plantearse la proyección de otra manera o atendiendo a otros factores esenciales.

En primer lugar, se podría plantear una modificación en aquellas partidas que más lastran los flujos de caja actuales, se podría suponer que las ventas pueden crecer, prever una reducción en los gastos (**personal, servicios exteriores, u otros gastos**), o una reducción de las necesidades del Fondo de Maniobra.

- Empezando con las ventas, según un estudio de la consultora IMS Health, la subida del porcentaje del copago farmacéutico por parte de los ciudadanos ha tenido, y tendrá, un efecto directo sobre el mercado de medicamentos. En concreto, los datos de la consultora lo sitúan en un 5% menos de ventas cada año.

Grafico 12: Ventas del mercado farmacéutico.



Fuente: elEconomista. IMS HEalth.

Por lo tanto no cabe recuperar los Cash Flows de la empresa si se dedica a atender a las ventas, en el corto plazo ya que no es hasta 2016 donde se empieza a recuperar el sector.

No obstante, cabe decir, que ante el hipotético caso en que estas ventas crecieran (manteniendo el resto de partidas sin modificar), Lacer necesitaría como mínimo que éstas crecieran un 4% a partir de 2013 en comparación con 2012, dejando el resto de partidas sin modificar, para que los resultados de la compañía fueran completamente distintos, y generara Cash Flows positivos desde el momento 1, para así hacer que la empresa coja confianza y seguridad.

- Suponemos ahora que la empresa decide reducir en costes. Es aquí, en la reducción, por lo menos temporal, de los costes donde podría la empresa, revertir los flujos de caja futuros a positivos. Ya sea reducir costes de materiales, o costes de mano de obra, como costes en otros gastos.

En primer lugar, la empresa en vista a los años próximos, debería controlar esos gastos en personal, y mantenerlos en la medida de lo posible fijos en torno a los 35 millones, o incluso si fuera posible, reducirlos. Lo que lastra a la empresa es el coste que le produce cada empleado, tal y como ha sido analizado en los ratios por empleado. Por lo tanto controlar esos gastos y ajustarlos sería un buen primer paso.

Esto añadido a una reducción en el gasto que tiene la empresa en la partida de otros gastos (los cuales vienen principalmente debido a servicios exteriores), podría abrir la posibilidad de unos Cash Flow futuros positivos.

Por lo tanto, una hipotética posibilidad de mantener los gastos de personal y reducir, los gastos en servicios exteriores abriría la posibilidad de revertir la situación negativa en la que vive la empresa. Dicho cambio queda recogido en la siguiente tabla:

Tabla 11: Cash Flows (reducción de costes)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ventas brutas estimadas	105.569.165,00	101.145.160,00	96.908.163,00	92.850.134,00	88.963.391,00	85.240.590,00
<b>(Costes directos mat. Primas, mano de obra...)</b>						
Coste de mat. Primas	32.639.489,00	28.884.503,54	25.561.507,56	22.620.803,15	20.018.409,87	17.715.406,96
Coste de mano de obra	35.214.920,00	31.163.646,02	27.578.447,80	24.405.706,02	21.597.969,93	19.113.247,73
Otros gastos	37.716.565,49	33.377.491,58	29.537.603,17	26.139.471,83	23.132.275,96	20.471.040,67
<b>BENEFICIO BRUTO</b>	<b>-1.809,49</b>	<b>7.719.518,86</b>	<b>14.230.604,47</b>	<b>19.684.153,00</b>	<b>24.214.735,25</b>	<b>27.940.894,64</b>
(Dotaciones del ejercicio a la amortizacion)	3.545.009,52	3.581.282,00	3.617.925,00	3.654.943,00	3.692.340,00	3.730.119,00
<b>BENEFICIO ANTES DE INT. E IMP.</b>	<b>-3.546.819,01</b>	<b>4.138.236,86</b>	<b>10.612.679,47</b>	<b>16.029.210,00</b>	<b>20.522.395,25</b>	<b>24.210.775,64</b>
(Impuestos)	1.276.854,84	-1.489.765,27	-3.820.564,61	-5.770.515,60	-3.694.031,14	-4.357.939,62
<b>BENEFICIO DESPUES DE IMPUESTOS</b>	<b>-2.269.964,17</b>	<b>2.648.471,59</b>	<b>6.792.114,86</b>	<b>10.258.694,40</b>	<b>16.828.364,10</b>	<b>19.852.836,03</b>
Dotaciones del ejercicio a la amortizacion	3.545.009,52	3.581.282,00	3.617.925,00	3.654.943,00	3.692.340,00	3.730.119,00
(Incremento de necesidades del fondo de rotacion		5.347.696,58	6.937.049,00	9.277.109,00	12.702.241,00	17.696.752,00
Incremento Nuevas Inversiones (= DEA)	-3.545.009,52	-3.581.282,00	-3.617.925,00	-3.654.943,00	-3.692.340,00	-3.730.119,00
<b>FLUJO DE CAJA NETO</b>	<b>-2.269.964,17</b>	<b>-2.699.224,99</b>	<b>-144.934,14</b>	<b>981.585,40</b>	<b>4.126.123,10</b>	<b>2.156.084,03</b>
Valor residual						35.163.369,98
Tasa de actualizacion		1,08	1,17	1,27	1,37	1,49
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE ACTUALIZADO</b>	<b>(2.269.964,17)</b>	<b>(2.493.412,45)</b>	<b>(123.674,67)</b>	<b>773.736,71</b>	<b>3.004.431,66</b>	<b>1.450.243,30</b>

Fuente: Elaboración Propia

Tal y como refleja la tabla, los cambios necesarios seria en media aproximada una reducción de un 13% cada uno de los costes sobre el tiempo, dejando el resto de partidas sin modificar. Es así como la empresa conseguiría unos Cash Flows positivos, y obtendría un VAN de 2.611.324,54 con un Valor Residual de 35.163.369,98.

- Sin tener en cuenta las ventas, o los costes, es posible apreciar, como otra de las partidas que lastran los Cash Flows son las Necesidades de Fondos, llegando incluso a necesitarse en el último año 17 millones de incremento en inversión para financiar las actividades corrientes de la empresa.

Sin duda, corregir la inversión necesaria para subvencionar los cobros pendientes o reducir la caja, no va a ser suficiente para contrarrestar unos flujos de caja completamente lastrados por los costes necesarios para el desempeño de la actividad. Por lo tanto, analizar la sensibilidad de la empresa antes un cambio

en las NOF no sería relevante sin un cambio en alguna de las partidas anteriores (Ventas o Costes), en especial los costes.

## 5. ANALISIS DE SENSIBILIDAD

Qué tipo de proyección se hubiera obtenido si en vez del promedio de la **progresión a partir del último año** de los años referencia, se hubiera tomado como referencia ese mismo método pero sobre un **promedio tomando los 5 años anteriores**.

La proyección actual se practica sobre la base de la tasa de variación media sobre el último año, por lo que ahora cogiendo el promedio de los 5 años lo que pretende es recoger de algún modo la practica llevada por la empresa no solo en el último año sino en el conjunto de la actividad con el paso del tiempo. Ejemplo de ello es el valor de las Deudas a CP del pasivo corriente del balance donde el valor tiene año 2008 (2.315.456) 2009 (2.780.439) 2010 (1.967.465) 2011 (1.741.970) 2012 (**16.940.387**) donde una proyección desde el último año desvirtúa mucho el valor constante de la partida en torno a todos los años de práctica de la empresa. Todos los años rondan los 2 millones, salvo en el último que crece hasta 16. Por lo tanto aplicar una tasa de variación media por ejemplo de 30% de crecimiento cada año, dispararía el valor de las deudas a corto plazo.

A través de esta variante lo que se pretende conseguir es reducir ese efecto desvirtuador de los resultados por aplicarse solo sobre el último año.

En conclusión y aplicando esta variante, como los flujos de caja siguen siendo negativos, no se puede afirmar que este método sea válido para corregir ese tipo de desajustes en los resultados.

Tabla 12: CF (negativos) con el nuevo tipo de proyección (periodo medio de 5 años)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ventas brutas estimadas	105.569.165,00	118.461.269,18	113.500.860,33	108.749.812,47	104.199.151,42	99.840.299,10
<b>(Costes directos mat. Primas, mano de obra...)</b>						
Coste de mat. Primas	32.639.489,00	37.524.679,55	35.973.145,94	34.681.171,37	33.635.385,78	32.825.363,50
Coste de mano de obra	35.214.920,00	34.590.801,15	35.944.501,04	37.390.814,59	38.934.112,60	40.579.027,85
Otros gastos	37.716.565,49	41.635.279,65	40.004.210,46	38.485.691,10	37.051.692,17	35.686.886,06
<b>BENEFICIO BRUTO</b>	-1.809,49	4.710.508,83	1.579.002,89	-1.807.864,59	-5.422.039,13	-9.250.978,31
(Dotaciones del ejercicio a la amortizacion)	3.545.009,52	3.358.281,35	3.392.642,78	3.427.355,79	3.462.423,98	3.497.850,99
<b>BENEFICIO ANTES DE INT. E IMP.</b>	-3.546.819,01	1.352.227,48	-1.813.639,89	-5.235.220,38	-8.884.463,11	-12.748.829,30
(Impuestos)	1.276.854,84	243.400,95	652.910,36	1.884.679,34	3.198.406,72	4.589.578,55
<b>BENEFICIO DESPUES DE IMPUESTOS</b>	-2.269.964,17	1.595.628,43	-1.160.729,53	-3.350.541,04	-5.686.056,39	-8.159.250,75
Dotaciones del ejercicio a la amortizacion	3.545.009,52	3.358.281,35	3.392.642,78	3.427.355,79	3.462.423,98	3.497.850,99
(Incremento de necesidades del fondo de rotacion		1.408.418,04	4.665.118,02	5.395.070,73	6.375.484,94	7.681.691,25
Incremento Nuevas Inversiones (= DEA)	-3.545.009,52	-3.358.281,35	-3.392.642,78	-3.427.355,79	-3.462.423,98	-3.497.850,99
<b>FLUJO DE CAJA NETO</b>	-2.269.964,17	187.210,39	-5.825.847,55	-8.745.611,77	-12.061.541,33	-15.840.942,00

Fuente: Elaboración propia.

A continuación, se va a suponer la situación idílica o utópica para la empresa, y obtener de esta manera unos flujos de caja positivos. Para ello, se va a suponer que mientras las ventas (a diferencia de lo previsto realmente) aumentan, los costes se van a ir reduciendo poco a poco, mientras que las necesidades de fondos de la empresa, son cada vez menores. Obviamente no es necesario que todo ocurra a la vez para que la empresa retome un buen camino (ya está visto donde estaría el umbral del cambio en cada uno de los casos), pero ahora se va a suponer que todas las modificaciones ocurren a la vez. De este modo se obtendrían los siguientes flujos de caja “máximos”:

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ventas brutas estimadas	105.569.165,00	109.791.931,60	114.183.608,86	118.750.953,22	123.500.991,35	128.441.031,00
<b>(Costes directos mat. Primas, mano de obra...)</b>						
Coste de mat. Primas	32.639.489,00	28.884.503,54	25.561.507,56	22.620.803,15	20.018.409,87	17.715.406,96
Coste de mano de obra	35.214.920,00	31.163.646,02	27.578.447,80	24.405.706,02	21.597.969,93	19.113.247,73
Otros gastos	37.716.565,49	33.377.491,58	29.537.603,17	26.139.471,83	23.132.275,96	20.471.040,67
<b>BENEFICIO BRUTO</b>	<b>-1809,49</b>	<b>16366290,46</b>	<b>31506050,33</b>	<b>45584972,22</b>	<b>58752335,59</b>	<b>71141335,64</b>
(Dotaciones del ejercicio a la amortizacion)	3.545.009,52	3.581.282,00	3.617.925,00	3.654.943,00	3.692.340,00	3.730.119,00
<b>BENEFICIO ANTES DE INT. E IMP.</b>	<b>-3.546.819,01</b>	<b>12.785.008,46</b>	<b>27.888.125,33</b>	<b>41.930.029,22</b>	<b>55.059.995,59</b>	<b>67.411.216,64</b>
(Impuestos)	1.276.854,84	2.301.301,52	5.019.862,56	7.547.405,26	9.910.799,21	12.134.019,00
<b>BENEFICIO DESPUES DE IMPUESTOS</b>	<b>-2.269.964,17</b>	<b>10.483.706,94</b>	<b>22.868.262,77</b>	<b>34.382.623,96</b>	<b>45.149.196,39</b>	<b>55.277.197,65</b>
Dotaciones del ejercicio a la amortizacion	3.545.009,52	3.581.282,00	3.617.925,00	3.654.943,00	3.692.340,00	3.730.119,00
(Incremento de necesidades del fondo de rotacion		-	-	-	-	-
Incremento Nuevas Inversiones (= DEA)	-3.545.009,52	-3.581.282,00	-3.617.925,00	-3.654.943,00	-3.692.340,00	-3.730.119,00
<b>FLUJO DE CAJA NETO</b>	<b>-2.269.964,17</b>	<b>10.483.706,94</b>	<b>22.868.262,77</b>	<b>34.382.623,96</b>	<b>45.149.196,39</b>	<b>55.277.197,65</b>
Valor residual						901.510.575,64
Tasa de actualizacion		1,082542518	1,171898304	1,268629741	1,373345634	1,486705041
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE ACTUALIZADO</b>	<b>(2.269.964,17)</b>	<b>9.684.337,34</b>	<b>19.513.862,85</b>	<b>27.102.173,98</b>	<b>32.875.333,97</b>	<b>643.562.607,69</b>

Las ventas se incrementarían un 4% cada año, los costes se reducirían progresivamente a una tasa media del 13%, al que minorándole la partida de la amortización y de los impuestos (sin incluir Necesidades incrementales de fondos, estimando que no son necesarios para el desempeño de la completa funcionalidad de la empresa) obtendríamos los flujos de Caja Netos reflejados en la tabla. Por lo tanto, una vez aplicado el Valor Residual al último año y el WACC se obtienen unos flujos de caja más que positivos. Por lo tanto solo quedaría computar el Valor Actualizado Neto de la empresa, el cual se estimaría en:

**VAN de Lacer: 732.738.315,84**

Como se ha explicado, este podría tratarse del valor optimista o más utópico actualmente de la empresa, bajo estas hipótesis y unos cálculos correctos.

De nuevo trabajando sobre este nuevo valor (732.738.315,84) se procede a estimar el valor de la empresa ante la sensibilidad del factor g empleado en calcular el Valor Residual.

Flujo de Caja Libre año 201	55.277.197,65	Flujo de Caja Libre año 201	55.277.197,65
g	0,01	g	0,005
WACC	8,25%	WACC	8,25%
Valor Residual	769.617.198,24	Valor Residual	716.427.386,07
VAN	644.023.087,38	VAN	608.246.110,31

Como se puede comprobar, un cambio (reducción) de 1% en el valor de g, hace que el valor de la empresa se reduzca en un 12%, pasando a tasarse en 644 millones aproximadamente. Sin embargo, un cambio de 0.5% produce un cambio de un 5%, lo que cabe albergar la proposición, de que a medida que este valor “g” se aleje de cero, mayores crecimientos experimentara el valor de la compañía, debido a que mide el valor de la empresa ante una situación de perpetuidad. Por lo que cabe destacar que cuanto mayor sea g, más grande acabara siendo el valor de la empresa; crecimiento exponencial del valor de la empresa.

### 5.1 Valor de Liquidación de la empresa.

El valor liquidativo es el valor que se obtendría de una empresa bajo la hipótesis de que se proceda a su liquidación o disolución, es decir, es el valor que se obtendría en el supuesto de que se realice en todos sus activos, se liquiden todos sus pasivos y se paguen todos los costes derivados del proceso de liquidación como indemnizaciones al personal, gastos de desinstalación, honorarios de profesionales independientes, etc.

Para su cálculo hay que restarle el valor de las deudas y los gastos de echar el cierre y liquidar la sociedad. Esta forma de valorar una empresa beneficia mucho a aquellas que tienen un gran patrimonio tangible (edificios, maquinaria...).

Será la cantidad por debajo de la cual no puede descender el valor de la empresa, ya que éste representa el valor mínimo de enajenación.

El cálculo del valor liquidativo siempre se realiza comparándolo con el valor de rendimiento de la compañía. Cuando el valor liquidativo supera al valor de rendimiento ha de cuestionarse la viabilidad de la empresa.

Este valor se computaría en el caso de que sea necesario el proceso de disolución de la empresa

## 6. CONCLUSIONES

Para finalizar el análisis de esta empresa, sería conveniente recalcar ciertos aspectos ya mencionados anteriormente. El primero de ellos es que tras un análisis de las cuentas y la hasta ahora situación de los ratios de la empresa nos muestra en que puntos podría estar mal gestionada; ejemplo de ello es el ratio de endeudamiento principalmente, el exceso de trabajadores, o la rentabilidad negativa que obtiene la empresa en definitiva.

En comparación con el resto de empresas, está claro que se sitúa un paso por detrás de los líderes del sector, y debe pulir ciertos aspectos primeramente para poder optar a competir con ellas.

Tras hacer una proyección podemos ver que el futuro no se augura muy positivo si no son llevados a cabo una serie de ajustes, tanto internos, como esperar una serie de cambios externos. Como cambios internos se podría plantear un ajuste en los gastos, y esperar un crecimiento de las ventas para que los flujos de caja sean positivos, y retomar las riendas de la empresa y buscar un crecimiento sostenible. Además, es necesario un análisis profundo de la empresa, tanto en materia de deuda (ya que esta se ha hecho con cargo a reservas y su viabilidad es incierta) y por otro lado, un análisis profundo de aquellas partidas más influyentes como son proveedores, acreedores o caja que están lastrando de manera desmesurada la propia actividad de la empresa.

Ante una corrección y una buena dosis de estabilidad, la empresa podría proponer una ampliación de capital si los flujos de caja se vuelven positivos y así contrarrestar el balance negativo de fondos propios comparado con la deuda externa, que al fin y al cabo es lo que va a dar seguridad a inversores, para que estos acudan a esta ampliación.

Con respecto a los cambios externos, una tendencia menos restrictiva políticamente, permitiendo e impulsando toda actividad empresarial destinada a I+D, favoreciendo a éstas ya que impulsan el motor del conocimiento.

## 7. BIBLIOGRAFIA:

**Base de Datos SABI:** <https://extranet.unavarra.es/version-201459/>,

DanaInfo=sabi.bvdinfo.com,SSL+Search.QuickSearch.serv?\_CID=1&context=1WEWA5TKE3QU2J2.

**Documento de Investigación:** <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0771.pdf>

**Fondo de Maniobra:** <http://e->

[educativa.catedu.es/44700165/aula/archivos/repositorio//2750/2792/html/33\\_el\\_fondo\\_de\\_maniobra\\_o\\_capital\\_circulante.html](http://educativa.catedu.es/44700165/aula/archivos/repositorio//2750/2792/html/33_el_fondo_de_maniobra_o_capital_circulante.html)

**Trabajo externo:**

<http://intellectum.unisabana.edu.co:8080/jspui/bitstream/10818/7563/1/124018.pdf>

**Trabajo:** <http://www.eumed.net/libros-gratis/2005/agl/agl.pdf>

**Trabajo:** [http://cdigital.udem.edu.co/TESIS/CD-](http://cdigital.udem.edu.co/TESIS/CD-ROM23552007/02.Texto%20completo.pdf)

[ROM23552007/02.Texto%20completo.pdf](http://cdigital.udem.edu.co/TESIS/CD-ROM23552007/02.Texto%20completo.pdf)

**Ratios:** <http://www.empleacantabria.com/es/portal.do?TR=C&IDR=45>

**Datos IBEX:**

<http://www.bolsamadrid.es/esp/aspx/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0134950F36>

**NOF:** <http://www.empresaactual.com/las-necesidades-operativas-de-fondos/>

**Valoración:** <http://www.monografias.com/trabajos29/valoracion-empresas/valoracion-empresas.shtml>

**Cálculos:** <https://www.youtube.com/watch?v=6Km92l04WRU>

**Valoración:**

[http://cincodias.com/cincodias/2011/04/18/economia/1303239349\\_850215.html](http://cincodias.com/cincodias/2011/04/18/economia/1303239349_850215.html)

**Noticias:**

[http://cincodias.com/cincodias/2010/08/27/empresas/1282916388\\_850215.html](http://cincodias.com/cincodias/2010/08/27/empresas/1282916388_850215.html)

**Estudios:**

<https://www.kpmg.com/ES/es/ActualidadNovedades/ArticulosyPublicaciones/Documentos/111111-KPMG-Farma.pdf>